



O impacto das fusões e aquisições na performance das empresas dos “Quatro Tigres”

Rui Filipe Vilares Jorge Ruas Moreira

200807320@fep.up.pt

Dissertação

Mestrado em Economia e Gestão Internacional

Orientada por

Professor Doutor Hélder Manuel Valente da Silva

2016

Nota biográfica

Rui Filipe Vilares Jorge Ruas Moreira nasceu em Sobrado, em 8 de outubro de 1990.

Ingressou na Faculdade de Economia do Porto (FEP) em 2008, concluindo a licenciatura em Economia em 2012.

Iniciou a sua experiência profissional de auditoria e consultoria em 2012 na PwC. Onde atualmente desempenha as funções de Senior Consultant.

Entre os anos letivos de 2013/2014 e 2015/2016 frequentou o Mestrado em Economia e Gestão Internacional, concluindo com êxito a respetiva parte curricular.

Agradecimentos

Aos meus pais, a quem agradeço profundamente os ensinamentos e os valores que sempre me transmitiram e o apoio sempre dado na perseguição dos meus objetivos. Em segundo lugar, agradecer ao meu irmão Pedro por todo o carinho e paciência sempre demonstrados e por todo o conhecimento desde cedo partilhado. Finalmente, à Tatiana, por todo o companheirismo demonstrado e por ser uma fonte de motivação constante.

Agradecer também ao meu orientador, Professor Hélder Manuel Valente da Silva, pela disponibilidade demonstrada e pela partilha do conhecimento adquirido ao longo da sua carreira académica e à Professora Anabela de Jesus Moreira Carneiro pelos preciosos contributos disponibilizados no momento da análise quantitativa.

Resumo

O estudo do impacto das fusões e aquisições na performance das empresas é um tema que tem despertado, ao longo do tempo, o interesse dos investigadores. A temática apresenta-se amplamente desenvolvida ao nível da performance das empresas sediadas em economias desenvolvidas. No que diz respeito ao estudo das economias emergentes, os estudos existentes são mais escassos.

Neste sentido, o trabalho desenvolvido surge como um contributo para o aprofundamento do estudo das economias emergentes, tendo como objetivo primordial estudar a performance operacional das fusões e aquisições realizadas por empresas sediadas nos “quatro tigres” (Coreia do Sul, Hong Kong, Singapura e Taiwan).

Através da análise de uma amostra de 320 processos de F&A nos quatro países é possível concluir que a performance de curto prazo das empresas se deteriora após a conclusão do respetivo processo, surgindo evidência de que as F&A's são processos que geram destruição de valor.

A identificação de fatores determinantes para o sucesso dos processos de F&A é outro importante contributo do estudo. A performance ex-ante e distância cultural entre as economias assumem uma influência positiva sobre a evolução da performance. O facto de a empresa ser cotada em bolsa é também um fator determinante para o sucesso da operação. Já o grau de abertura da economia recetora de IDE e as F&A's transfronteiriças apresentam um impacto negativo na performance.

Palavras-chave: Fusões e aquisições transfronteiriças, Performance da empresa, Quatro tigres, Economias asiáticas

Abstract

The impact of mergers and acquisitions in the performance of the companies is a subject that has aroused the interest of researchers, over the years.

The primary objective of this study is to examine how M&A could impact the company's performance. Focusing on developing economies (South Korea, Hong Kong, Singapore and Taiwan), this work appears as a contribution to extend the typical geographical scope.

With a sample of 320 M&A's can be concluded that short-term performance of companies deteriorates after the completion of the respective process, what shows that M&A's are events which generate value destruction.

Through linear regressions it was possible identify which are the determining factors for the success of M&A's processes. The ex-ante performance and cultural distance between the economies have a positive influence on the evolution of performance. Listed companies are more likely to present a successful operation. However, the average trade openness of the inward FDI economy and cross-border M&A's have a negative impact on firm performance.

Keywords: Cross-border mergers and acquisitions, Firm performance, Four tigers and Asian economies

Índice

1. Introdução: motivações, objetivos e questão de investigação	1
2. Enquadramento histórico	3
2.1. A economia asiática	3
2.2. Tendência recente do IDE.....	3
3. Revisão de literatura.....	5
3.1. Conceitos-chave	6
3.2. Teorias da Internacionalização.....	7
3.2.1. Período 1960's – 1970's.....	7
3.2.2. Período 1970's – 1980's.....	9
3.2.3. Período 1980's – 2000	16
3.3. Estudo da Performance	18
3.3.1. Revisão de literatura dos resultados empíricos	18
3.3.2. Hipóteses a testar	22
3.3.2.1. Hipótese 1: os processos de F&A afetam negativamente a performance das empresas dos “4 tigres”	22
3.3.2.2. Fatores influenciadores da performance	23
4. Investigação empírica	26
4.1. Seleção da amostra.....	26
4.2. Metodologia	28
4.2.1. Análise descritiva.....	29
4.2.2. Descrição da amostra	33
4.2.3. Estudo Econométrico	36
4.2.3.1. Variáveis	36
4.2.3.1.1. Variáveis dependentes.....	36
4.2.3.1.2. Variáveis independentes.....	40
4.2.3.2. Modelo econométrico.....	44
4.3. Resultados empíricos	46
4.3.1. Evolução da performance operacional	46
4.3.2. Teste de robustez - determinantes da performance operacional.....	51
4.3.3. Determinantes da performance operacional – Distância cultural.....	54
4.3.3. Determinantes da performance operacional – Transfronteiriço	56
5. Limitações do estudo e oportunidades de investigação futura	58
6. Conclusão e contributos da investigação	59
7. Referências	61
8. Anexos	64

Índice de figuras

Figura 1 - Valor dos projetos greenfield vs fusões e aquisições transfronteiriças, em milhões de dólares	4
Figura 2 - Processo de Internacionalização (Modelo de Uppsala).....	10
Figura 3 - Apresentação das conclusões dos estudos revistos	21
Figura 4 - Evolução da amostra após ajustamentos realizados	27
Figura 5 - Evolução do número de F&A's da amostra entre 2007 e 2013.....	29
Figura 6 - Evolução do valor total das F&A's da amostra entre 2007 e 2013	31
Figura 7 - Evolução comparativa do valor total de negócios (amostra vs total)	32
Figura 8 - Evolução dos valores de negócios e dos outflows de IDE das economias em desenvolvimento	33

Índice de tabelas

Tabela 1 - Modos de entrada nos mercados externos.....	15
Tabela 2 - Categorização dos ajustamentos realizados	28
Tabela 3 - Descrição da amostra	35
Tabela 4 - Estatística descritiva dos indicadores de performance operacional ajustados pela mediana da indústria	38
Tabela 5 - Estatística descritiva dos indicadores de performance operacional não ajustados.....	39
Tabela 6 - Estatística descritiva das variáveis independentes	40
Tabela 7 - Matriz de correlação das variáveis independentes	43
Tabela 8 - Resultados empíricos sobre a evolução da performance operacional	48
Tabela 9 - Resultados empíricos sobre a evolução da performance operacional por modo de expansão geográfica	50
Tabela 10 - Regressão para identificação dos determinantes da performance operacional pós processo de F&A.....	53
Tabela 11 - Regressão para identificação dos determinantes da performance operacional pós processo de F&A, com inclusão da distância cultural	55
Tabela 12 - Regressão para identificação dos determinantes da performance operacional pós processo de F&A, com inclusão das variáveis “Transfronteiriço” e “Emergente”	57

Índice de equações

Equação 1 - Grau de abertura médio da economia recetora de IDE (2007-2013)	41
Equação 2 - Distância cultural entre economia de origem e destino.....	42
Equação 3 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional.....	44
Equação 4 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional.....	52
Equação 5 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional (inclusão distância cultural).....	54
Equação 6 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional (inclusão transfronteiriço e emergente)	56

Índice de anexos

Anexo 1 - Síntese dos estudos empíricos analisados	67
Anexo 2 - Classificação das economias	70

1. Introdução: motivações, objetivos e questão de investigação

No contexto de globalização e internacionalização vivido atualmente, o fenómeno das fusões e aquisições assume uma forte preponderância na economia mundial.

As fusões e aquisições têm-se assumido como uma forma relevante de investimento no mundo empresarial (Song et al. 2010). Numa perspetiva global e tendo presente o desenvolvimento e intensificação do uso das tecnologias de informação e comunicação, as transações transfronteiriças ocorrem com relativa facilidade e frequência.

Deste modo, as fusões e aquisições poderão ser vistas como uma forma de utilização eficiente dos recursos/ativos de uma empresa. De acordo com Rossi e Volpin (2004) e numa perspetiva empresarial, os ativos de uma empresa devem ser canalizados para que lhes seja dado o seu melhor uso alternativo. O processo de fusão e aquisição ajudará na prossecução deste objetivo através da realocação do controlo pelas empresas.

É baseada nesta realocação dos seus ativos que, frequentemente, as empresas procuram maximizar a sua performance em mercados que não o seu mercado doméstico.

No âmbito de processos de fusões e aquisições transfronteiriças, existem estudos que procuram explicar a performance das empresas, quer por via da análise de indicadores de performance operacional, quer por via de análise de valor gerado para a empresa pelo processo. É vasta a literatura focada no estudo das economias desenvolvidas, com especial destaque para os EUA, Reino Unido, Europa e Japão, como são exemplo os trabalhos realizados por Healy, Palepu e Ruback (1992), Manson, Powell, Stark e Thomas (2000), Ghosh (2001), Powell e Stark (2005), Martynova, Oosting e Renneboog (2006) e Kukalis (2007). Embora seja possível encontrar estudos sobre as economias emergentes, como por exemplo a China ou mesmo outras economias asiáticas emergentes, tais como a Malásia, a Tailândia, a Indonésia, a literatura existente permanece escassa.

Assim, é associada à escassez de estudos relativos aos processos de fusão e aquisição nas economias emergentes asiáticas, que surge a pertinência do tema desenvolvido. Considero importante produzir um estudo que investigue a performance nestas economias emergentes e distintas das suas nações vizinhas. A questão de investigação passará pelo estudo da performance das empresas, avaliando se existe uma deterioração

ou melhoria de performance no período pós F&A. Adicionalmente, serão identificados fatores determinantes e promotores no sucesso das fusões e aquisições nas empresas dos denominados “quatro tigres”.

2. Enquadramento histórico

2.1. A economia asiática

As economias asiáticas e especificamente as economias dos “quatro tigres” despertam um forte interesse aos estudiosos na área da economia. São economias que apresentam um conjunto de características que demarcam a sua evolução, tais como, a sua estabilidade política e macroeconómica, a sua abertura ao comércio e investimento, as elevadas taxas de investimento e poupança, desenvolvimento de capital humano e disciplina laboral e o seu pragmatismo, através da prossecução de política económica de objetivos claramente definidos (Das 2005).

Assim e dada a crescente preponderância que as principais economias asiáticas vão assumindo naquilo que é o comércio mundial e especificamente nos fluxos de IDE, parece razoável que uma maior integração entre as mesmas e as economias mundiais e regionais, poderá proporcionar maiores sinergias e incremento da sua posição nos mercados mundiais. Segundo Gill e Kharas (2007) as economias do este asiático mantêm-se competitivas aumentando a integração global com integração regional.

2.2. Tendência recente do IDE

Existe um fenómeno relativamente recente que está associado à capacidade das economias asiáticas se tornarem num dos maiores investidores globais. Conforme é citado em UNCTAD (2015), pela primeira vez as multinacionais da Ásia em desenvolvimento tornaram-se no maior grupo investidor mundial. O investimento corresponde a um terço do investimento mundial. Economias como Hong Kong, Singapura, Coreia do Sul e Taiwan integram o referido grupo.

Os investimentos realizados por multinacionais de Hong Kong atingiram um máximo histórico de 143 mil milhões de dólares em 2014, fazendo da economia o segundo maior investidor logo a seguir aos EUA, sendo que o intensificar das fusões e aquisições transfronteiriças é o principal responsável pelo crescimento identificado (UNCTAD 2015).

Aliás, foi na distribuição entre investimentos resultantes de fusões e aquisições transfronteiriças e projetos “greenfield” que os quatro tigres registaram a mudança mais significativa. Em 2014, as fusões e aquisições transfronteiriças passaram a representar 56% da totalidade dos “outflows”, enquanto em 2013 era de apenas 24%, evolução constatável na *Figura 1*.

Já no início de 2015 existe um forte crescimento da atividade de fusões e aquisições transfronteiriças (janeiro a abril). As multinacionais dos países em desenvolvimento e em transição continuam a adquirir ativos nos países desenvolvidos, consolidando a sua posição como investidores globais (UNCTAD 2015).

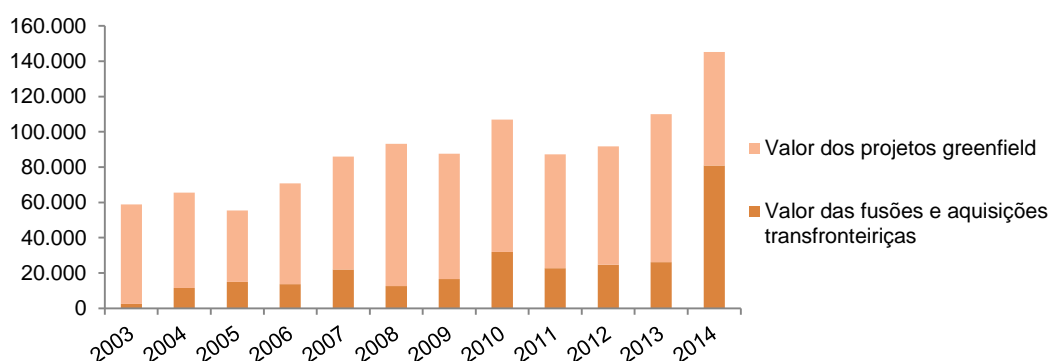


Figura 1 - Valor dos projetos greenfield vs fusões e aquisições transfronteiriças, em milhões de dólares

Fonte: Autoria própria baseado em UNCTAD Statistics

3. Revisão de literatura

Inicialmente será realizada uma revisão sobre as principais teorias explicativas da internacionalização e dos fluxos económicos entre as economias. A abordagem passará pela compilação dos principais contributos que se destacam a partir da década de 60, relembrando contributos que vão desde Hymer e Vernon até contributos mais recentes, como são exemplos o estudo das motivações para o IDE por Dunning e Lundan, em 2008 e a revisão realizada, em 2008, ao modelo de Uppsala por Johanson e Vahlne.

Seguidamente será apresentada uma revisão de literatura sobre os vários estudos recolhidos e que abordam especificamente os estudos empíricos relacionados com os processos de fusão e aquisição. Transversalmente, serão analisados trabalhos focados quer nas economias desenvolvidas quer nas economias emergentes. Porém, maior atenção será dada às conclusões sobre as economias emergentes, uma vez que será objetivo estabelecer parâmetros de comparabilidade com a investigação empírica realizada.

3.1. Conceitos-chave

Empresa multinacional

De acordo com Dunning (1988), multinacionais são empresas que apresentam atividades produtivas e geradoras de valor acrescentado fora do país em que estão incorporadas. Sendo, também, por definição empresas que estão internacionalmente envolvidas. Para Buckley e Casson (1991, pág.33), multinacional é uma empresa que detém e controla atividades em diferentes países.

Segundo UNCTAD (2005, pág.297) empresas multinacionais são empresas que estão ou não integradas na empresa mãe e as subsidiárias estrangeiras, sendo que a empresa mãe é definida como uma empresa que controla ativos de outras empresas, que não estão sediadas no país de origem da empresa mãe. Tipicamente, está associado um critério de posição de controlo (ou influência) na empresa estrangeira, em que a multinacional detém pelo menos 10% do capital ou dos direitos de voto sobre os ativos estrangeiros.

Investimento direto estrangeiro

De acordo com UNCTAD (2005, pág.297) IDE é definido como “(...) an investment involving a long-term relationship and reflecting a lasting interest and control by a resident entity in one economy (foreign direct investor or parent enterprise) in an enterprise resident in an economy other than that of the foreign direct investor (FDI enterprise or affiliate enterprise or foreign affiliate)”

É importante referir que as fusões e aquisições transfronteiriças são apenas um modo de estabelecimento de fluxos de IDE, sendo que a outra principal forma é através de projetos de raiz ou, se quisermos, projetos “greenfield”.

Economias emergentes, economias em desenvolvimento e economias desenvolvidas

A distinção entre os diferentes estados das economias não reúne consenso, sendo que existem diferentes definições de acordo com a instituição que divulga os dados estatísticos, conforme é referido em UNCTAD (2011), “*There is no established convention for the designation of "developed" and "developing" countries or areas in the United Nations system.*”. Numa outra publicação da UNCTAD é referido que “*The*

classifications of countries in this publication have been adopted solely for the purposes of analytical or statistical convenience and do not necessarily imply any judgment concerning the stage of development of a particular country or area. The term “economies” refers to regions, countries and territories.”

Deste modo, e tendo presente a utilização de informação estatística disponibilizada pela UNCTAD, ao longo desta dissertação, optarei por seguir a sua classificação. Assim, o objetivo de utilizar, obter e produzir indicadores consistentes será alcançado. Ver *Anexo 1 - Síntese dos estudos empíricos analisados*.

3.2. Teorias da Internacionalização

Neste capítulo será realizado um acompanhamento, de forma cronológica, das teorias explicativas do IDE de referência. As teorias apresentadas estendem-se entre a década de 60 e o final do séc. XX.

3.2.1. Período 1960's – 1970's

Contributo de Hymer

O trabalho apresentado por Hymer (1968) no final da década de sessenta, indica que a frequência com que ocorrem integrações verticais e consequentemente os fluxos de investimento internacionais se explicam pela existência e intensidade das imperfeições de mercado. Tal argumento fundamenta-se no pressuposto de que perante mercados perfeitos, as empresas comprariam os produtos e fatores a um preço bem estabelecido, o que reduziria substancialmente o incentivo à realização de investimento direto estrangeiro.

Neste sentido, do trabalho de Hymer poder-se-á pressupor que perante imperfeições de mercado existirá um forte incentivo à realização de fusões e aquisições transfronteiriças. Assim, assume-se pertinente verificar se existem performances superiores para os processos transfronteiriços pelo aproveitamento das imperfeições dos mercados externos.

Contributo de Vernon – Ciclo de vida do produto

Pela mesma época surge também o trabalho de Vernon (1966), que procura explicar o IDE através do ciclo de vida do produto. No seu estudo, relaciona as fases do ciclo de vida do produto (introdução de novo produto, a sua maturidade e a sua standardização), com a escolha das diferentes localizações para as atividades produtivas, que consequentemente dão origem à existência de fluxos de IDE. Numa primeira fase as economias desenvolvidas beneficiam de uma vantagem comparativa sobre as restantes, dado que reúnem um conjunto de fatores específicos inigualáveis. Assim, assumindo este pressuposto, Vernon sugere que as economias desenvolvidas iniciarão a produção dos bens nas suas economias domésticas e ficarão temporariamente responsáveis pelas exportações do bem para as restantes economias. Contudo, à medida que o produto avança para a sua maturidade e se torna cada vez mais um produto standardizado, as economias menos desenvolvidas, cujo fator trabalho é relativamente mais barato tornam-se uma ameaça competitiva. Nesta fase, as empresas das economias desenvolvidas procuram transferir a produção dos seus produtos para as economias menos desenvolvidas, mantendo os direitos de propriedade sobre os mesmos e dando origem a fluxos de investimento internacional.

Em suma, as economias desenvolvidas parecem estar mais bem preparadas para obterem retorno dos seus investimentos de expansão. As economias emergentes poderão apresentar alguma dificuldade na implementação das suas estratégias de expansão, quando focadas para economias desenvolvidas, quer devido às suas condições institucionais e produtiva base, quer devido às especificidades formais e informais associadas às economias desenvolvidas.

Teoria da reação oligopolística

A teoria da reação oligopolística surge da exploração realizada por Knickerbocker sobre os estudos de Vernon. Nesta teoria o estudo foca-se no comportamento estratégico das firmas, concluindo que as empresas norte americanas apresentavam uma tendência para aglomerarem o seu IDE em setores e países específicos, dando origem a clusters industriais e regionais, segundo Dunning (2001) citando Knickerbocker (1973). À adoção deste comportamento estratégico por parte das empresas, estaria associada a

possibilidade de dificultar o acesso ao mercado aos concorrentes, bloqueando, também o acesso a matérias-primas e outros inputs. A exploração de economias de escala e gama na tentativa de ganhar ou fortalecer vantagens competitivas também se assumiu como uma das principais preocupações das empresas.

De acordo com a teoria oligopolística poderá existir evidência de que as economias dos quatro tigres intensifiquem os seus fluxos de IDE a um nível inter-regional na prossecução de fortalecerem as vantagens competitivas existentes em determinados setores.

3.2.2. Período 1970's – 1980's

Modelo de Uppsala

Neste período, estudiosos escandinavos tais como Johanson e Vahlne da Universidade de Uppsala e Estocolmo, respetivamente, assumem um papel extremamente importante na mudança da corrente de pensamento e investigação no que diz respeito às teorias da internacionalização.

Este grupo de estudiosos debruçou o seu estudo sobre a explicação do processo pelo qual as empresas internalizam as suas atividades (Dunning 2001).

De acordo com o modelo de Uppsala desenvolvido por Johanson e Wiedersheim-Paul (1975), o processo de internacionalização é gradual e implica um aumento gradual do comprometimento da empresa com o mercado externo. A falta de conhecimento sobre o mercado externo, a falta de recursos e a incerteza associada a um mercado desconhecido, originam que as empresas comecem por se focar no seu mercado doméstico. Posteriormente e devido à necessidade de extensão das suas operações, as empresas optam por uma forma de internacionalização pouco comprometida com o mercado, recorrendo a agentes independentes. Gradualmente, o envolvimento das empresas é cada vez mais comprometido à medida que algumas entropias são superadas com maior confiança, tais como diferenças de idioma, cultura, sistemas políticos, níveis de educação, níveis de desenvolvimento industrial, entre outros fatores.

Os autores definem quatro diferentes fases no modelo, conforme figura que se segue.

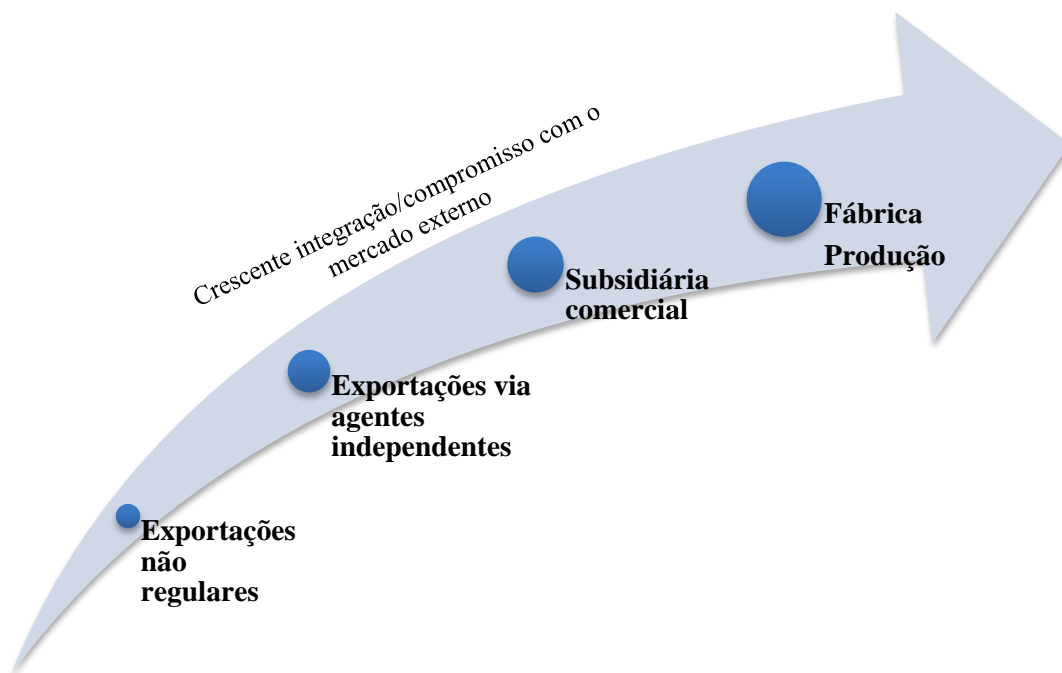


Figura 2 - Processo de Internacionalização (Modelo de Uppsala)

Fonte: Autoria própria baseado em Johanson e Wiedersheim-Paul (1975)

Na primeira fase não existe um canal regular de informação entre o mercado e a empresa, sendo o comprometimento da empresa para com o mercado praticamente inexistente. Na segunda fase a empresa possui um canal regular de informação que lhe permite aferir sobre os fatores que influenciam as vendas, aumentando o comprometimento para com o mercado. Já na terceira fase a empresa possui maior controle sobre a informação que deriva do mercado, possibilitando a escolha o tipo e a quantidade de informação a fluir. A quarta fase distingue-se da anterior apenas pela existência de um maior nível de compromisso com o mercado.

O conhecimento adquirido sobre o mercado e o comprometimento para com o mesmo assumem-se como fatores influenciadores do nível de compromisso definido, bem como a forma de execução das atividades correntes (Johanson e Vahlne 1977).

Segundo o modelo de Uppsala o conhecimento do mercado externo assume-se fundamental no incentivo à realização de IDE. Investigarei se, nas economias em estudo, a maior ou menor distância cultural entre as economias se assume essencial para o sucesso dos processos de fusão e aquisição.

Teoria da internalização

Buckley e Casson (1991), enfatizam o seu estudo na existência de concorrência imperfeita e custos de organização dos mercados, focando-se nas imperfeições que regem as transações de produtos intermédios. Hennart (1977) defende que os mercados são métodos falíveis de organização da atividade económica. Deste modo, a empresa poderá assumir-se como uma alternativa aos mercados na organização dos processos produtivos.

Na base da abordagem proposta por Buckley e Casson (1991) estão os seguintes pressupostos,

- (i) as empresas maximizam os seus lucros num mundo de mercados imperfeitos;
- (ii) quando o mercado de produtos intermédios é imperfeito, existe um incentivo para a criação de mercados internos;
- (iii) a internalização de mercados além-fronteiras dá origem às multinacionais.

Buckley e Casson (1991), definem também os fatores que são relevantes para a decisão de internalização: fatores específicos da indústria (relacionados com a natureza do produto e estrutura do mercado externo); fatores específicos da região (caraterísticas geográficas e sociais da região); fatores específicos da empresa (refletindo a capacidade de a equipa de gestão organizar um mercado interno) e fatores específicos do país (essencialmente motivos políticos e fiscais). Relativamente aos fluxos de IDE, os fatores específicos de cada país poderão explicar a forma, extensão e magnitude das falhas de mercado e consequentemente explicar a razão da internalização de mercados externos (Dunning 2001).

Buckley e Casson (1991) apontam pelo menos cinco imperfeições de mercado que geram benefícios significativos para a internalização:

- (1) “Time-lags”, quando existe um forte desfasamento temporal entre o início e conclusão de uma atividade. As empresas terão incentivo a gerir de forma comum os mercados “spot” e de futuros, dando um controlo comum às atividades interdependentes;

- (2) Exploração eficiente do poder de mercado, aplicável quando a aplicação de um preço discriminatório num mercado externo é impraticável;
- (3) Situação instável de negociação, uma vez que através de uma fusão ou aquisição a prossecução de um acordo permanente poderá estar mais próxima;
- (4) Assimetria de informação, quando existe uma divergência muito significativa, entre comprador e vendedor, sobre a natureza ou valor do produto;
- (5) Intervenção governamental nos mercados internacionais (tarifas “ad-valorem”, restrições ao movimento de capitais e impostos sobre os rendimentos).

Em suma, a teoria da internalização indica que os fatores que induzem as empresas a expandirem as suas localizações em vários locais ou a integrarem-se em setores específicos a montante ou a jusante, conduzirão também as empresas a criarem subsidiárias estrangeiras nesses setores (Hennart 1977). É na procura de uma coordenação eficiente das atividades económicas que requer um mercado completo, contudo difícil de organizar, que surge uma tentativa de reorganização dos negócios, dando origem às multinacionais (Buckley e Casson 1991).

“Resource-based view”

A teoria “resource-based view” surge como uma teoria que procura explicar o crescimento das empresas multinacionais pelo que é a sua capacidade de criar e sustentar vantagens competitivas geradoras de rendimento, promovendo explicações sobre a origem e sustentabilidade das vantagens comparativas das empresas. Os ativos raros e únicos de cada empresa devem ser vistos como variáveis endógenas e não exógenas (Dunning 2001).

Um dos precursores da teoria “resource-based view” foi Edith Penrose, com a sua obra “The Theory of the Growth of the Firm” de 1959, na qual refere que os indutores a uma expansão internacional das empresas podem ser encontrados internamente e em qualquer empresa.

“Internal inducements to expansion arise largely from the existence of a pool of unused productive services, resources, and special knowledge, all which will always be found within any firm” (Penrose 1959, pág. 66)

Wernerfelt (1984), procura explicar sobre que circunstâncias os *recursos*¹ permitirão que as empresas obtenham elevados níveis de retorno em longos períodos de tempo. As imperfeições de mercado, tais como a existência de monopólios na produção de um recurso ou de inputs críticos para a sua produção, bem como as vantagens associadas a um movimento de antecipação aos concorrentes (“first mover advantages”) são vistas como as principais fontes geradoras de vantagens competitivas para as empresas. Wernerfelt denomina as barreiras criadas nestas circunstâncias de “resource position barriers”.

“What a firm wants is to create a situation where its own resource position directly or indirectly makes it more difficult for others to catch up” (Wernerfelt 1984, pág.173)

Na perspectiva de Penrose (1959), a expansão internacional de uma empresa será em grande parte motivada pela existência de serviços produtivos não utilizados, isto é, a empresa deverá reconhecer este momento como um desafio para inovar, um incentivo para se expandir e uma fonte de vantagem comparativa.

“(...) expansion can provide a way of using the services of its resources more profitably than they are being used, a firm has an incentive to expand; or alternatively, so long as any resources are not used fully in current operations, there is an incentive for a firm to find a way of using them more fully.” (Penrose 1959, pág. 67)

e continua fazendo referência às vantagens comparativas

“(...) Unused productive services available from existing resources are a “waste”, sometimes an unavoidable waste (...) but they are “free” services which, if they can be used profitably, may provide a competitive advantage for the firm possessing them.” (Penrose 1959, pág. 68)

Segundo Wernerfelt (1984), a expansão internacional de uma empresa sob uma estratégia de aquisição dedicada aos recursos, poderá tomar as seguintes formas:

(i) recursos suplementares (obter mais unidades dos recursos que já se possuem)

¹ Segundo Caves (1980) pág. 65, recursos de uma empresa são ativos fixos ou fatores que podem ser físicos ou imateriais (por exemplo, capacidades humanas, conhecimento e experiência) e por vezes partilhados coletivamente. Assume-se que os fatores estão quase permanentemente ligados à empresa.

Segundo Penrose (1959) pág. 66, os recursos podem já estar sob controlo da empresa, como por exemplo ativos fixos tangíveis, pessoal mais ou menos permanente e inventários. Outra parte dos recursos poderá vir a ser adquirida nos mercados.

(ii) recursos complementares (obter recursos que se combinem com os já possuídos)

Barney (1991) procurou, também, perceber quais as fontes para a criação e sustentabilidade de vantagens comparativas e qual a sua ligação com os recursos da empresa.

Assumindo heterogeneidade e mobilidade imperfeita de recursos, a melhoria da performance de uma empresa que possua vantagens comparativas sobre determinado recurso dever-se-á à exploração eficiente dessas vantagens e não à promoção de um mercado competitivo imperfeito por parte da empresa. Assim, o modelo “resource-based view” sugere ainda que a origem de vantagens comparativas está associada à existência de recursos valiosos, raros, não imitáveis e não substituíveis (Barney 1991).

De acordo com a teoria “Resource-based view” e assumindo que uma empresa decide expandir-se internacionalmente na perspectiva de uma utilização mais eficiente dos seus recursos não explorados, deverá ser esperada uma melhoria da performance operacional das empresas envolvidas em processos de F&A face aos seus concorrentes ou “benchmark”.

Paradigma eclético

O paradigma eclético, também conhecido por “OLI framework” afirma que a atividade das multinacionais está fortemente associada à existência e interdependência de três vantagens: Propriedade (O²), Localização (L) e Internalização (I).

As vantagens de propriedade baseiam-se no portfólio de recursos tangíveis, intangíveis, materiais e imateriais detidos pela empresa que permitem que a empresa se distinga das restantes e seja capaz de gerar riqueza a partir dos mesmos. Contempla o conjunto de vantagens que uma empresa detém sobre qualquer outra que exerça atividade na mesma localização, trata-se de fatores internos à empresa (Dunning 1988).

A existência de vantagens de propriedade concretiza-se no acesso privilegiado a mercados ou matérias-primas não disponíveis para os concorrentes, capacidade de

² Ownership

inovação, economias de escala e posse de um conjunto favorável de ativos intangíveis (patentes, recursos humanos e equipa de gestão experientes) (Dunning 1988).

Por sua vez, é possível identificar a existência de vantagens de localização quando são notórias as vantagens associadas às características da economia de destino face às da economia doméstica. Entre os fatores diferenciadores destacam-se o preço das matérias-primas e subsidiárias, os custos de transporte e comunicação, as barreiras à troca (tarifas), a distância psicológica (diferenças de idioma, cultura e costumes), as economias de centralização associadas à investigação e desenvolvimento e marketing e as políticas governamentais e sistema económico (Dunning 1988).

Já as vantagens de internalização surgem quando efetivamente as empresas se mostram mais eficientes do que o mercado na organização da atividade internacional. Para as empresas torna-se mais favorável estenderem, elas próprias, a sua cadeia de valor do que transferirem os seus ativos para empresas estrangeiras (venda ou outra qualquer modalidade de transferência de propriedade). A internalização do processo produtivo permitirá evitar custos de negociação e acesso a direitos de propriedade, prevenir ou explorar a intervenção governamental (tarifas, quotas, fiscalidade adotada) (Dunning 1988).

	Vantagem de Propriedade	Vantagem de internalização	Vantagem de localização
IDE	Sim	Sim	Sim
Exportação	Sim	Sim	Não
Modos contratuais	Sim	Não	Sim

Tabela 1 - Modos de entrada nos mercados externos

Fonte: Autoria própria baseada em Dunning (1988)

3.2.3. Período 1980's – 2000

Motivações para o IDE

O contributo de Dunning e Lundan (2008) procura explicar as motivações para a produção internacional, definindo quatro tipologias distintas: procura de mercados, procura de recursos, procura de eficiência e procura de ativos estratégicos.

(i) Procura de mercados

Surge quando as empresas procuram explorar novos mercados, muitas vezes motivadas pela dimensão e crescimento dos mercados de destino. As motivações poderão ser tão diversas como acompanhar a expansão internacional dos seus principais clientes e fornecedores, adaptar produtos aos mercados locais ou até mesmo evitar barreiras às exportações.

“Market-seeking investments may be undertaken to sustain or protect existing markets, or to exploit or promote new markets.” (Dunning e Lundan 2008, pág. 70)

(ii) Procura de recursos

IDE realizado pelas empresas com objetivo de adquirir um conjunto particular ou específico de recursos de maior qualidade a um preço mais baixo do que poderia ser obtido no seu país de origem (matérias-primas, recursos naturais e mão de obra). A motivação relaciona-se com a prossecução de investimentos mais rentáveis por parte da empresa e que esta se torne mais competitiva nos mercados em que se encontra integrada ou pretende integrar (Dunning e Lundan 2008).

(iii) Procura de eficiência

Segundo Dunning e Lundan (2008), as empresas procuram, através da realização de IDE e integração global das suas atividades no exterior obter ganhos de eficiência, como por exemplo a redução de custos de transporte, comunicação e coordenação, a exploração de economias de escala e gama, diversificação dos riscos inerentes à sua atividade e exploração de diferenças internacionais (dotações fatoriais, cultural, condicionalismos institucionais e sistemas económicos e políticos).

“The motivation of efficiency-seeking FDI is to rationalise the structure of established resource-based or market-seeking investments in such a way that the investing company

can gain from the common governance of geographically dispersed activities.”
(Dunning e Lundan 2008, pág. 72)

(iv) Procura de ativos estratégicos

IDE motivado pela inexistência de ativos específicos no país de origem. As empresas realizam investimentos no estrangeiro, tipicamente de longo prazo, com o objetivo de aquisição de empresas locais que possuam ativos, fatores ou competências estratégicas, aquisição de competências específicas de I&D, aumento do seu portfólio de ativos e competências humanas ou apenas para aumentar a pressão sobre os concorrentes.
(Dunning e Lundan 2008, pág. 73)

Recorrendo, essencialmente, à motivação que deriva da procura de eficiência, será de esperar que as empresas se envolvam em F&A transfronteiriças sempre que antevejam a possibilidade de aproveitamento de tais eficiências. Neste sentido, prevê-se uma melhoria da performance operacional.

3.3. Estudo da Performance

3.3.1. Revisão de literatura dos resultados empíricos

Esta secção tem como objetivo apresentar a literatura mais relevante sobre o estudo da performance das empresas no contexto de um processo de fusão e aquisição.

A literatura que suporta o debate de que as fusões e aquisições são eventos criadores ou destruidores de riqueza é vastíssima. Nos trabalhos empíricos analisados é possível detetar que existem duas correntes dominantes na análise da performance. A análise dos preços das ações ou a análise através de medidas e indicadores de performance com base em informação contabilística.

Porém, parece ser de consenso generalizado na investigação empírica analisada de que a avaliação do sucesso ou fracasso de um processo de F&A recorrendo à análise do preço das ações tem vindo a ser seriamente criticada. Kukalis (2007) refere que vários CEO's discordam do uso de avaliações de mercado como primeira medida para aferição da performance pós-fusão. Assim, os estudos sobre indicadores de performance operacional surgem, em grande medida, motivados pela incapacidade dos estudos do valor de mercado explicarem se as F&A's criam valor económico para os intervenientes e também na identificação das fontes de criação de valor (Healy et al. 1992). Segundo Rani, Surendra e Jain (2015) os estudos sobre o valor de mercado não se mostram capazes de explicar os ganhos económicos registados a longo prazo. Deste modo, a minha análise empírica recorrerá à utilização de medidores de performance operacional baseados em dados contabilísticos.

Quanto à distribuição dos estudos realizados, é de destacar que existe uma forte concentração sobre o estudo das economias desenvolvidas. Contudo, é factual que as economias emergentes apresentam um papel cada vez mais importante na economia e nos fluxos internacionais.

As empresas de economias emergentes encontram-se, atualmente, cada vez mais presentes no contexto dos processos de fusões e aquisições mundiais, emergindo uma nova realidade. Um fenómeno que deriva essencialmente de um maior nível de integração das economias emergentes naquilo que são os canais tradicionais e nas instituições internacionais de comércio. A maior consciencialização da importância das

economias emergentes a uma escala global, por parte dos países desenvolvidos, também se assume como um fator determinante para o incremento da interdependência e cooperação internacional entre os dois conjuntos (Caiazza e Volpe 2015).

Neste sentido, encontro aqui uma oportunidade de continuidade no desenvolvimento da temática, mas agora dedicada às economias emergentes.

Através da revisão de literatura realizada ao nível do estudo da performance operacional e financeira das empresas é possível verificar que, claramente, não existe uma convergência nos resultados obtidos.

Diversos estudos concluem que existe uma melhoria da performance das empresas após um processo de F&A. Como é o caso do estudo de Healy, Palepu e Ruback (1992), que entre 1979 e 1984, analisaram as 50 maiores fusões ocorridas nos EUA. Como variável de análise recorreram à utilização de medidas de “cash-flow” operacional, comparando posteriormente com a mediana da indústria. Os resultados obtidos apontam para uma significativa melhoria da performance das empresas após a fusão.

Manson, Powell, Stark e Thomas (2000) investigaram um conjunto de 44 processos de aquisição no Reino Unido, entre 1985 e 1987. Recorreram a indicadores e metodologia semelhante à utilizada por Healy et al. (1992) e concluíram pela existência de ganhos operacionais significativos para a amostra selecionada.

Gugler, Mueller, Yurtoglu e Zulehner (2003) através da análise de um conjunto de fusões por todo o globo ao longo de 15 anos, comparando a rentabilidade e as vendas das empresas fusionadas com grupos de controlo de empresas não fusionadas, concluíram que existem aumentos significativos nos lucros das empresas, mas com uma redução das vendas.

Rahman e Limmack (2004) analisaram, entre 1988 e 1992, as F&A's de 97 empresas adquirentes cotadas na Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE). A amostra das empresas “target” incluía 117 empresas, das quais 114 não eram cotadas e 3 cotadas. Os autores revelam uma melhoria da performance combinada das empresas após a F&A, sugerindo que o aumento da performance é conduzido por um aumento da produtividade dos ativos e também por um maior nível de “cash-flows” por unidade vendida.

Powell e Stark (2005) investigaram 191 F&A's no Reino Unido, que ocorreram entre 1985 e 1993, utilizando como variável de análise o que denominaram de “pure cash-flow”. Esta variável trata de ajustar o EBITDA de cada empresa pelas necessidades de fundo de manuseio (“working capital”). À semelhança dos resultados obtidos por Healy et al. (1992) concluíram pela melhoria significativa ao nível da performance operacional.

Rani, Surendra e Jain (2015) estudaram um conjunto de 383 empresas na Índia que estiveram envolvidas em processos de F&A, entre 2003 e 2008. A evidência empírica do estudo revela que as empresas indianas adquirentes experienciam uma melhor performance financeira pós-F&A. Segundo os mesmos, as empresas adquirentes beneficiam das sinergias resultantes da operação, tais como maior controle dos gastos, especialmente custo da mercadoria vendida e da matéria consumida, gastos com pessoal e outros gastos operacionais.

No entanto, é possível identificar um conjunto de estudos dos quais derivam conclusões contrárias, aferindo por uma deterioração da performance das empresas.

É o caso dos resultados obtidos por Martynova, Oosting e Renneboog (2006), que através do estudo de 155 processos de F&A intra-europeus concluíram pela inexistência de efeitos significativos ao nível da alteração dos níveis de performance das empresas em estudo. O mesmo resultado inconclusivo é obtido por Kukalis (2007).

Grigorieva e Petrunina (2015) estudaram 80 processos de F&A, entre os anos de 2003 e 2009, para um conjunto de economias emergentes e concluíram pela existência de uma deterioração da performance combinada das empresas após F&A, acrescentando que as empresas dos mercados emergentes não se encontram preparadas para atingirem as sinergias planeadas.

Rao-Nicholson, Salaber e Cao (2015), utilizando como variável dependente o retorno do ativo (ROA) ajustado pela indústria, argumentam que existe evidência de uma deterioração da performance após o processo de F&A.

Finalmente, é possível ainda agrupar os trabalhos que se mostram inclusivos quanto à existência de uma melhoria ou deterioração da performance.

Por exemplo, o trabalho de Pawaskar (2001) consistiu na análise de 36 processos de fusão de empresas indianas entre os anos de 1992 e 1995. Pawaskar procurou também

identificar que fatores influenciam as mudanças originadas pelo processo. Relativamente à conclusão do estudo, é de referir que o autor concluiu que a fusão não conduz a um aumento da performance da empresa. A amostra utilizada pela sua reduzida dimensão apresenta-se como uma forte limitação do estudo.

Ghosh (2001) seguiu a metodologia utilizada de Healy et al. (1992), utilizando como amostra 315 F&A de empresas norte-americanas, para o período de 1981-1995. Não foi obtida evidência de que as empresas aumentem a sua performance após a aquisição.

Sharma e Ho (2002) replicaram também a metodologia utilizada por Healy et al. (1992), analisando, entre 1986 e 1991, um conjunto de 36 empresas na Austrália. Através dos seus testes não conseguiram concluir pela existência de melhoria significativa da performance das empresas.

Changqi e Ningling (2010) analisaram 32 F&A's na China, entre 2000 e 2006. Utilizaram como variável de análise a taxa de crescimento do “return on assets” e concluíram que a performance das empresas no período pré-fusão/aquisição é absolutamente crucial para o sucesso da operação.

Na *Figura 3* é apresentado um esquema síntese das conclusões resultantes de cada trabalho revisto.

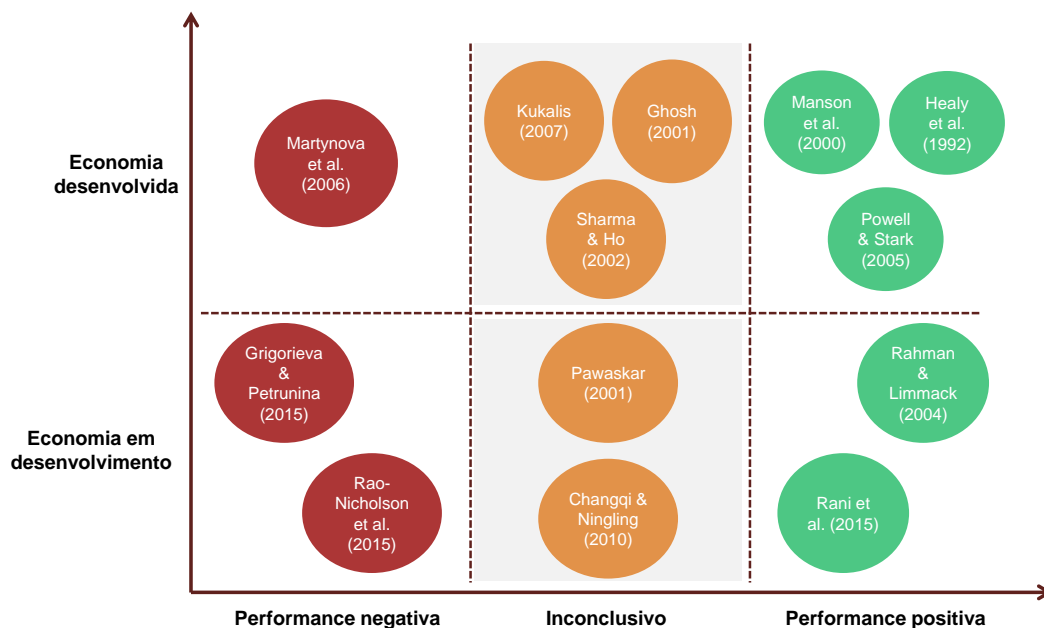


Figura 3 - Apresentação das conclusões dos estudos revistos

Fonte: Autoria própria

3.3.2. Hipóteses a testar

Nos parágrafos seguintes será apresentada a recolha de estudos e respetivas conclusões sobre os tópicos que me proponho a investigar. Como já anteriormente definido, a questão central da investigação associa-se à identificação de uma melhoria ou deterioração da performance das empresas após o processo de F&A (Hipótese 1). Numa segunda fase serão avaliados quais os fatores que influenciam determinantemente a evolução da performance das empresas, destacando a análise sobre o impacto da performance pré processo, o impacto do grau de abertura da economia recetora do investimento, o efeito da distância cultural entre as economias e a distinção entre o efeito de processos transfronteiriços e domésticos.

3.3.2.1. Hipótese 1: os processos de F&A afetam negativamente a performance das empresas dos “quatro tigres”

Quando avaliado o efeito específico do histórico de performance antes do processo de F&A, vários autores indicam que uma performance positiva antes do início do processo apresenta um impacto significativamente positivo naquilo que será a performance posterior da empresa (Martynova et al. 2006; Grigorieva e Petrunina 2015; Rao-Nicholson et al. 2015; Powell e Stark 2005). Rao-Nicholson et al. (2015) referem ainda que, na sua amostra, as empresas (países ASEAN³) envolviam-se em processos de F&A quando experienciavam níveis de performance ex-ante superiores à indústria.

Já Rahman e Limmack (2004) indicam que no período pré-aquisição as empresas “target” apresentam maior retorno sobre os seus “cash-flows” do que o grupo de empresas controlo. Por sua vez, as empresas adquirentes apresentam uma performance operacional mais fraca que o respetivo grupo de controlo.

Quanto à performance das empresas das economias emergentes Grigorieva e Petrunina (2015), indicam que a probabilidade de aumento da performance da empresa num processo de F&A numa economia emergente é mais baixa do que numa economia desenvolvida. Os autores indicam que um ambiente institucionalmente imperfeito,

³ ASEAN (Association of Southeast Asian Nations) estabelecida em 8 de agosto de 1967 em Banguecoque. Atualmente os membros signatários são o Brunei Darussalam, Camboja, Filipinas, Indonésia, Laos, Malásia, Myanmar, Singapura, Tailândia e Vietnam.

tipicamente associado às economias emergentes, promove o aumento dos riscos operacionais e de investimento, a incerteza, os custos de transação, a assimetria de informação, a intervenção governamental e os mecanismos de mercado menos eficientes, tornando difícil a obtenção de sinergias (o estudo incluiu um conjunto de 80 processos de F&A iniciados por empresas inseridas em mercados emergentes).

3.3.2.2. Fatores influenciadores da performance

As empresas envolvidas em F&A's domésticas apresentam melhor performance do que as envolvidas em processos transfronteiriços

Grigorieva e Petrunina (2015) concluíram que foi obtida melhor performance nos processos de F&A domésticos do que nos processos transfronteiriços, utilizando como referência o impacto no indicador EBITDA/"Book Value Assets". Para Martynova et al. (2006) os resultados foram inconclusivos.

Gugler, Mueller, Yurtoglu e Zulehner (2003) verificaram a existência de uma diferença estatisticamente significativa entre as vendas atuais e as vendas até 5 anos após a conclusão do processo de F&A. Porém, é absolutamente fundamental referir que a diferença negativa na performance foi identificada quer nas operações transfronteiriças quer nas domésticas, pelo que se conclui que não existe diferença significativa entre F&A's domésticas e transfronteiriças.

A distância cultural afeta positivamente a performance das empresas - análise do impacto das operações inter-regionais

Morosini, Shane e Singh (1998), recorrendo a questionários, analisaram 52 empresas italianas envolvidas em processos de F&A transfronteiriças, entre 1987 e 1992. Utilizando como variável dependente a taxa de crescimento das vendas nos dois períodos subsequentes à transação, procuraram explicar o impacto da distância cultural na performance. Para definição da distância cultural entre países, os autores seguem o método de cálculo utilizado por Kogut e Singh (1988), que construíram um índice composto baseado nos índices de Hofstede (distância ao poder, aversão à incerteza, masculinidade e individualismo). Estudo desenvolvido pelo professor Geert Hofstede

focando-se na avaliação de como os valores no local de trabalho são influenciados pela cultura de cada país. O trabalho de análise inicialmente desenvolvido baseou-se numa base de dados construída pela IBM entre 1967 e 1973, cobrindo mais de 70 países, que contemplava os resultados obtidos após respostas dos trabalhadores (Hofstede 2016).

Morosini et al. (1998) concluíram que a distância cultural melhora a performance das empresas envolvidas em processos de aquisição transfronteiriços. Aliás, concluem que quanto maior for a distância entre as rotinas e os mecanismos da empresa target e da adquirente maior a performance. Algumas destas rotinas, como as que estão relacionadas com inovação e empreendedorismo mostraram-se muito relevantes para o incremento de performance, dado que são difíceis de desenvolver e imitar entre nações culturalmente diferentes.

Ao índice composto construído por Kogut e Singh (1988) serão adicionadas duas novas dimensões, atualmente consideradas como indicadores Hofstede, a orientação para o longo-prazo e a indulgência.

Existe uma melhor performance quando a economia recetora do IDE é emergente

A crescente vaga de internacionalização das economias emergentes proporciona um conjunto de novos desafios que afetará a forma como se desenrola um processo de fusão e aquisição (Caiazza e Volpe 2015). Apesar do crescimento do volume e valor dos processos de F&A realizados por empresas de economias emergentes sobre economias desenvolvidas, existem diferenças comportamentais que deverão permanecer presentes em qualquer processo de implementação de F&A (Caiazza e Volpe 2015). Assim, espera-se que exista uma performance superior quando o fluxo de IDE se realize entre economias com níveis de desenvolvimento socioeconómico semelhante.

Por exemplo, na amostra analisada por Grigorieva e Petrunina (2015), em que 70% dos processos se desenvolveram entre mercados emergentes e 30% realizaram-se entre economias emergentes e economias desenvolvidas. Sendo que 75% dos processos entre economias emergentes e desenvolvidas mostraram afetar negativamente a performance das empresas.

As F&A's realizadas durante a crise financeira 2007-2008 apresentaram melhores resultados

Grigorieva e Petrunina (2015) relatam no seu estudo que as fusões e aquisições realizadas durante o período de crise se mostram mais eficientes do que as realizadas em períodos não influenciados por crises económico-financeiras. Indicam que a menor disponibilidade financeira por parte das empresas origina um maior escrutínio das opções de compra para a empresa. Deste modo, as operações são mais equilibradas e mais seguras, reduzindo a probabilidade de insucesso. Segundo Rao-Nicholson et al. (2015) está associada uma melhor performance às F&A realizadas durante o período de crise (2007 e 2008), apresentando um significativo aumento ao nível da margem das vendas ("Cash flow"/Vendas).

Em momentos de crise os gestores poderão esperar uma melhor performance focando-se nos seus mercados domésticos, podendo assim experienciar um crescimento no seu poder de mercado que providenciará as condições necessárias para ultrapassar um turbulento período de crise (Rao-Nicholson et al. 2015).

As operações em cash apresentam melhor performance do que as restantes modalidades

Mesmo ao nível do estudo do impacto do método de pagamento verifica-se a existência de conclusões divergentes. Grigorieva e Petrunina (2015), através do estudo do indicador EBITDA/"Book Value Assets", notaram que as operações baseadas em ações apresentavam uma melhor performance do que as operações em cash.

Porém um conjunto de outros estudos é inconclusivo quanto ao efeito da modalidade da operação na performance das empresas (Martynova et al. 2006; Healy et al. 1992; Powell e Stark 2005; Rao-Nicholson et al. 2015).

Os resultados de Ghosh (2001) evidenciam que as operações através de "cash" parecem ser melhor sucedidas na gestão dos ativos das empresas combinadas. Por sua vez, as aquisições através de ações originam uma deterioração das margens de "cash-flow", do crescimento das vendas e uma redução dos custos operacionais. Através desta modalidade de operação existe também evidência de uma significativa redução da força de trabalho.

4. Investigação empírica

4.1. Seleção da amostra

A amostra de processos de F&A realizados entre 2007 e 2013 foi retirada da base de dados Zephyr. Da extração de todos os processos domésticos e transfronteiriços realizados nos quatro países em estudo, resultou uma amostra inicial de 8.094 processos de F&A.

Com o objetivo de proceder a uma análise rigorosa dos dados, várias transformações foram realizadas sobre a amostra inicial. A primeira exclusão da base de dados original incidiu sobre os processos para os quais não era conhecido o valor do negócio ou caso o valor de negócio fosse inferior a 5 milhões de euros. Deste modo, garante-se a inclusão de uma amostra bastante completa no que diz respeito à distribuição dos negócios realizados, integrando desde transações de menor valor até às transações de maior impacto, como é o caso da compra da China Netcom Group Corporation, Ltd por parte da sua rival China Unicom, Ltd, no valor de cerca de 18.043 milhões de euros, ocorrida em Hong Kong. Ambas as empresas pertencem ao setor das telecomunicações e a transação fundamenta-se na expansão do negócio da China Unicom, devido às reformas e reestruturações que ocorreram no setor.

Foram também excluídos todos os processos que envolvessem instituições financeiras, quer como adquirente, quer como adquiridas. Para tal e recorrendo à classificação das NAICS 2012⁴, foram excluídas empresas que integrassem o setor de atividade com codificação a dois dígitos igual a “52 - Finance and Insurance”.

De forma a incluir processos de F&A em que a influência significativa por parte do adquirente no “target” resultasse diretamente do processo em análise, foram excluídas todas as situações em que a percentagem inicial detida fosse já superior a 50%. Casos em que a percentagens de aquisição tenha sido inferior a 10% também foram excluídos, dado apresentarem impacto significativamente reduzido na nova estrutura acionista. Processos em que as percentagens iniciais e finais, bem como a percentagem adquirida não fossem conhecidas também foram excluídos da amostra.

⁴ North American Industry Classification (NAICS 2012) são as classificações de indústria standard utilizadas pelas agências federais norte americanas com o propósito de harmonização na recolha, análise e publicação de informação estatística.

Da extração inicial realizada da base de dados Zephyr foram retirados todos os processos nos quais o país não estava identificado. Transações com data de conclusão de 2014, 2015 e 2016 foram retiradas da amostra dado que não integram o período em análise.

Adicionalmente, e com o propósito de excluir situações que proporcionassem conclusões enviesadas sobre a amostra, foram excluídas todas as empresas que possuíssem mais do que um processo de F&A no período analisado.

Numa última fase, foram ajustadas as situações em que o setor e código do adquirente e do “target” não eram conhecidos. Contudo, trata-se de ajustamentos com impacto significativamente reduzido na construção da amostra final.

Definida a amostra final dos processos de F&A a analisar, recorri à base de dados Orbis, da qual foi possível extrair informação financeira para as empresas a analisar, nomeadamente Ativo, Vendas e EBITDA de cada empresa para o horizonte temporal de 2006-2015. Nesta fase foram excluídos 347 processos devido à inexistência de informação financeira disponível. Através da *Figura 4* e *Tabela 2* é possível verificar a evolução da amostra e a tipologia de ajustamentos realizada com o respetivo impacto.

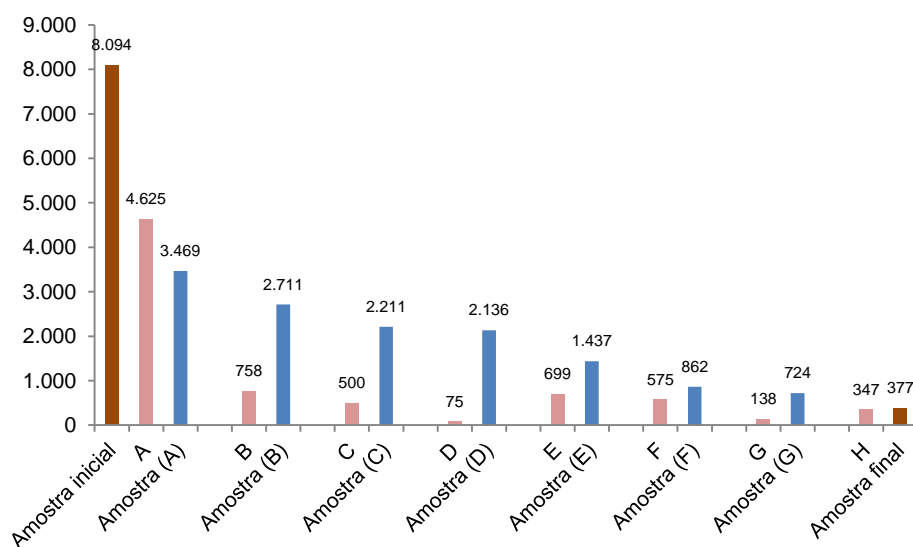


Figura 4 - Evolução da amostra após ajustamentos realizados

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra

Amostra inicial - após extração da base de dados Zephyr	8.094
Categorização dos ajustamentos realizados	
A - Valores de negócio não conhecidos ou inferiores a 5 milhões de euros	4.625
B - Empresa adquirente e/ou adquirida pertence ao setor da banca	758
C - País da adquirente e/ou adquirida não disponível	500
D - % de participação inicial superior a 50%, adquirida inferior a 10% ou não disponível	75
E - Adquirente envolvida em mais de um processo no período estudado	699
F - Processos de F&A posteriores a 2013	575
G - Setor de atividade ou código de identificação do adquirente ou target não disponível	138
Amostra final - base de dados Zephyr	724
H - Empresas sem informação financeira disponível (base dados Orbis)	347
Amostra final	377

Tabela 2 - Categorização dos ajustamentos realizados

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra

4.2. Metodologia

A metodologia utilizada permitirá realizar uma interpretação estatística da informação incluída na amostra. O objetivo final é que seja possível obter uma resposta para a questão de investigação definida.

Numa primeira fase será realizada uma análise descritiva dos dados, o que permitirá obter uma perceção genérica dos padrões da amostra, como por exemplo evolução do número de processos e respetivo valor ao longo do intervalo temporal em análise, distribuição dos processos por país, distribuição entre processos domésticos e transfronteiriços.

A segunda fase será realizada através da construção de um modelo econométrico, em que através dos modelos adequados, será possível aferir sobre a existência de diferenças sistemáticas e significativas entre a performance pré e pós F&A. A identificação de quais os principais determinantes que influenciam a performance das empresas será objeto de análise neste trabalho.

4.2.1. Análise descritiva

Numa primeira análise importa verificar a evolução dos processos de F&A para a amostra, com especial atenção para a comparação entre a evolução das F&A domésticas e transfronteiriças.

A Figura 5 mostra que entre 2007 e 2013 o número de processos de F&A nos “Quatro Tigres” evoluiu de 51 para 76, o que representa um crescimento de cerca de 50% num espaço temporal de 7 anos. Esta evolução representa um crescimento médio anual de 5,86%.

As F&A domésticas cresceram de 34 em 2007 para 57 em 2013, o que representa um crescimento médio anual de 7,66% ou um crescimento global de 67,65%. O número de F&A transfronteiriças cresceu a um ritmo mais lento, sendo que a taxa média de crescimento anual e global foi de 1,60% e 11,76%, respetivamente.

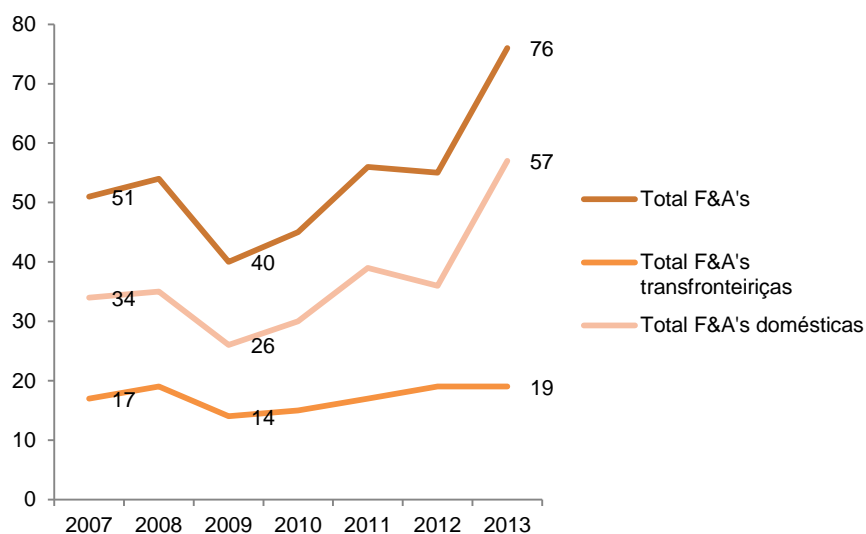


Figura 5 - Evolução do número de F&A's da amostra entre 2007 e 2013

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra

Na Figura 6 é possível analisar a evolução em valor dos processos de F&A. O valor total dos processos em análise cresce entre 2007 e 2013, passando de um total de 7.603

milhões de euros para 16.858 milhões de euros. O que representa uma taxa de crescimento média anual de 12,05% ou uma taxa de crescimento global de 121,71%.

As F&A's domésticas apresentam uma evolução de 2.679 milhões de euros para 4.188 milhões de euros, o que representa uma taxa de crescimento média anual de 6,59% e uma taxa de crescimento entre 2007 e 2013 de 56,33%.

Os processos de F&A transfronteiriços acompanham a evolução global, passando de 4.924 milhões de euros em 2007 para 12.670 milhões de euros em 2013, evolução à qual se encontra associada uma taxa média de crescimento anual de 14,46% e uma evolução global positiva de 157,28%.

Destacar que à semelhança da distribuição das F&A em número, também em valor, as F&A domésticas apresentam maior peso na estrutura total das F&A's. Assim, parece pertinente analisar se existem diferenças significativas entre as duas tipologias de processo e se as empresas envolvidas em processos de F&A doméstica apresentam performances significativamente melhores.

A Figura 6 e Figura 7 ilustram, claramente, uma tendência decrescente dos indicadores entre 2007 e 2009, sendo que o mínimo de número de negócios acontece precisamente no ano de 2009, com um valor de 40 processos. No que diz respeito ao valor de negócio, em 2009, é atingido um segundo valor mais baixo com um total de 2.657 milhões de euros.

Realçar que no período em análise, a taxa de crescimento do valor dos processos (121,71%) supera a taxa de crescimento do número de processos (49,02%). Esta evolução realça uma melhoria do valor médio dos negócios realizados, que apresenta um acréscimo de 48,78%, acompanhado de uma taxa de crescimento média anual de 5,86%.

Porém, a evolução do valor médio de negócio dos processos domésticos e transfronteiriços é bastante díspar, sendo que o valor médio das F&A's domésticas apresenta uma taxa de crescimento global de -6,75%, a uma taxa média anual de -1,12%. As FA's transfronteiriças apresentaram uma taxa de crescimento global de 130,20%, a uma taxa média anual de 12,64%.

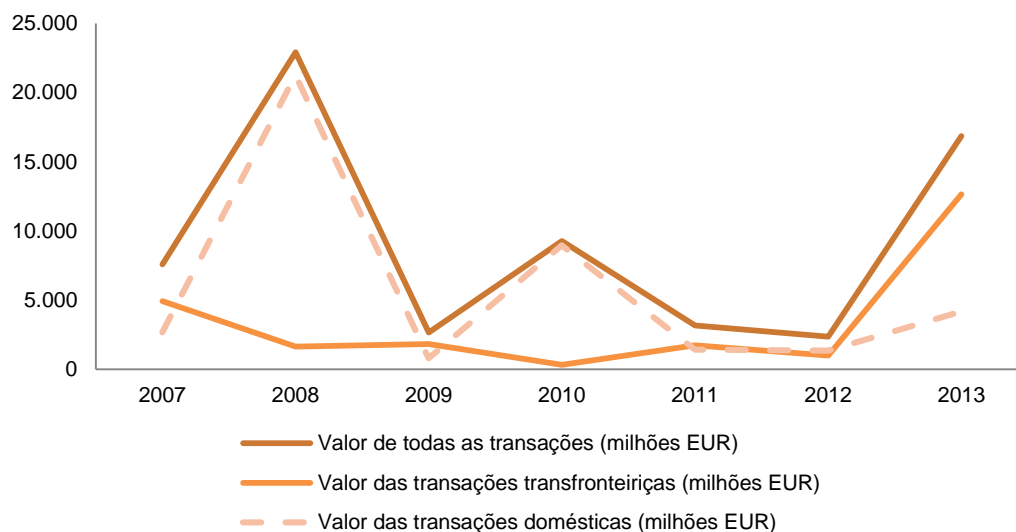


Figura 6 - Evolução do valor total das F&A's da amostra entre 2007 e 2013

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra

Adicionalmente, assume-se pertinente desenvolver uma comparação evolutiva entre os dados da amostra e a totalidade dos dados extraídos da base de dados Zephyr. Referir que após a extração da totalidade dos processos existentes na base de dados, foi realizado um processo de tratamento de informação semelhante ao realizado na construção da amostra. Assim sendo, foram excluídos todos os processos para os quais não existe informação disponível relativamente ao valor do negócio e ao país da empresa adquirente. O número final de processos de F&A para comparação com a amostra foi de 166.979 para o mundo e 14.681 para os “Quatro Tigres”.

A Figura 7 demonstra que embora o conjunto de processos que integram a amostra apresente maiores oscilações ao longo do período em análise, a tendência da evolução é muito semelhante. Focando-nos especificamente na evolução da totalidade de processos para os “Quatro Tigres”, verifica-se que a sua evolução é bastante similar à que ocorre na amostra. Isto é, excluindo o forte aumento registado entre 2007 e 2008 existe uma tendência claramente decrescente no valor dos negócios entre 2008 e 2009/2010 com sinais de recuperação para os períodos seguintes. Este conjunto de processos apresenta uma taxa de crescimento média anual negativa de 1,79% (comparado com -4,3% para

amostra) e uma taxa de crescimento global negativa de 11,85% (comparando com - 4,30% para a amostra).

Em suma, verifica-se uma tendência muito similar na evolução dos dados para os dois conjuntos de dados.

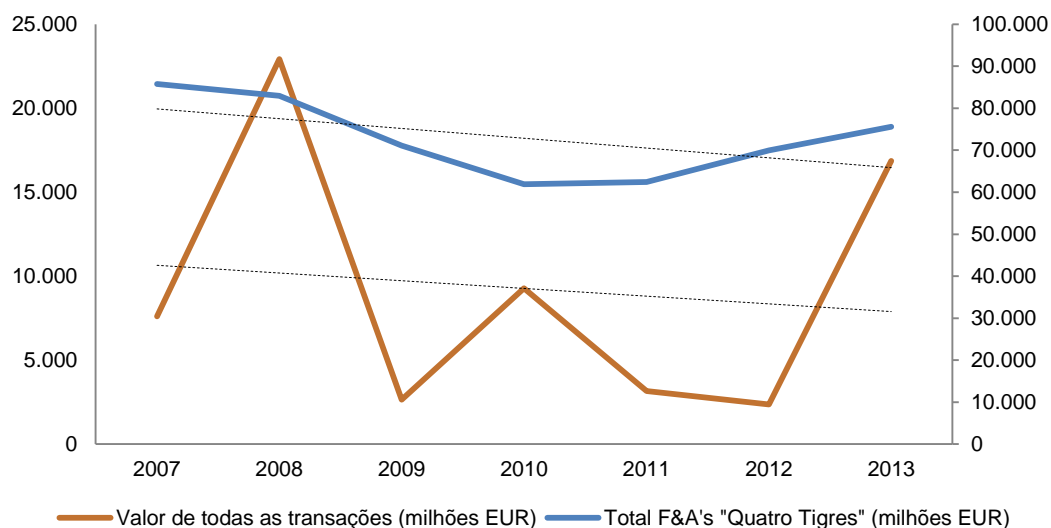


Figura 7 - Evolução comparativa do valor total de negócios (amostra vs total)⁵

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra e na base de dados Zephyr

Na Figura 8 é realizada uma comparação entre os fluxos de IDE para as economias em desenvolvimento, o valor total dos negócios realizados no mundo (extração da base de dados Zephyr) e o valor total de negócios realizados nos “Quatro Tigres”. À semelhança do que já havia sido notado anteriormente, verifica-se uma tendência decrescente nos valores até 2009/2010. A principal diferença é que se regista uma retoma muito mais significativa dos valores de IDE, com uma taxa de crescimento média anual positiva de 6,07%. No entanto, verifica-se uma forte proximidade entre a tendência de evolução dos valores de transações mundiais com os valores de transações para os “Quatro Tigres”, em que as taxas de crescimento médias anuais são de -7,05% e -1,79%, respetivamente.

⁵ Os valores para a variável “Total F&A’s “Quatro Tigres (milhões EUR)” deve ser lida no eixo das ordenadas da direita.
Os valores para a variável “Valor de todas as transações (milhões EUR)” deve ser lida no eixo das ordenadas da esquerda (representando o valor total da amostra analisada).

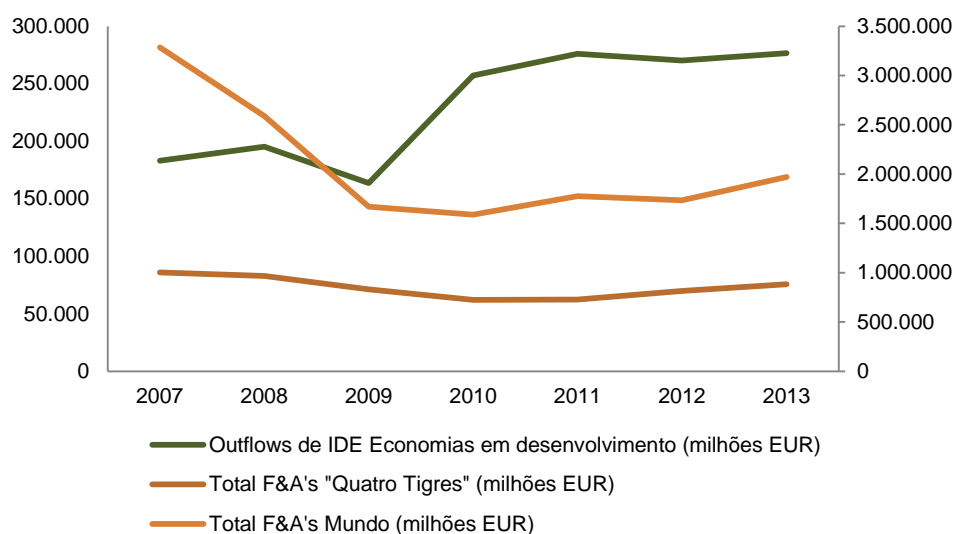


Figura 8 - Evolução dos valores de negócios e dos outflows de IDE das economias em desenvolvimento⁶

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra, informação Zephyr e em dados da UNCTAD

4.2.2. Descrição da amostra

A amostra final compreende 377 processos de F&A (ver *Tabela 3*) e inclui 257 processos domésticos (68%) e 120 processos transfronteiriços (32%), sendo que 275 dos processos ocorreram dentro dos “Quatro Tigres” (73%) e os restantes 102 (27%) são processos fora dos “Quatro Tigres”.

Ao nível da distribuição por ano de conclusão da F&A verifica-se que esta é bastante constante, sendo que cada ano apresenta um peso de cerca de 15%, exceto para os anos de 2009, 2010 e 2013 em que o peso é 11%, 12% e 20%, respetivamente.

Na amostra, os processos que ocorreram na Coreia do Sul apresentam uma maior preponderância, uma vez que representam 45%.

As operações realizadas através de cash representam 50% da amostra, sendo que outros métodos de pagamento da operação representam 37%. Para os restantes 14% da amostra não existem dados disponíveis.

⁶ Os valores para a variável “Total F&A’s Mundo (milhões EUR)” devem ser lidos no eixo das ordenadas da direita.

Os valores para as variáveis “Outflows de IDE Economias em desenvolvimento (milhões EUR)” e “Total F&A’s “Quatro Tigres” (milhões EUR)” devem ser lidos no eixo das ordenadas da esquerda.

Destacar ainda que 28% dos processos aconteceram em período de crise financeira mundial (2007-2008), 93% dos investimentos tem como economia de destino outras economias emergentes, sendo que 7% tem como destino países desenvolvidos.

Finalmente, referir que 82% dos processos foram iniciados por empresas cotadas.

Painel A: Ano de conclusão	Nº Processos	Percentagem (%)
2007	51	14%
2008	54	14%
2009	40	11%
2010	45	12%
2011	56	15%
2012	55	15%
2013	76	20%
Total	377	100%

Painel B: Economia de origem	Nº Processos	Percentagem (%)
Coreia do Sul	171	45%
Hong Kong	21	6%
Singapura	103	27%
Taiwan	82	22%
Total	377	100%

Painel C: Economia destino	Nº Processos	Percentagem (%)
Dentro dos “Quatro Tigres”	275	73%
Fora dos “Quatro Tigres”	102	27%
Total	377	100%

Painel D: Tipo de processo	Nº Processos	Percentagem (%)
Doméstico	257	68%
Transfronteiriço	120	32%
Total	377	100%

Painel E: Método de pagamento	Nº Processos	Percentagem (%)
Cash	187	50%
Outro	138	37%
n.a.	52	14%
Total	377	100%

Painel F: Período crise financeira	Nº Processos	Percentagem (%)
Sim	105	28%
Não	272	72%
Total	377	100%

Painel G: Economia destino	Nº Processos	Percentagem (%)
Emergente	349	93%
Desenvolvida	28	7%
Total	377	100%

Painel H: Empresa cotada	Nº Processos	Percentagem (%)
Sim	310	82%
Não	67	18%
Total	377	100%

Tabela 3 - Descrição da amostra

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra.

4.2.3. Estudo Econométrico

4.2.3.1. Variáveis

Com o objetivo de testar as hipóteses definidas na secção 3.3.2. foi definido um conjunto de variáveis explicativas a aplicar ao modelo econométrico. Deste modo, nos parágrafos seguintes será apresentada uma descrição das variáveis (dependentes e independentes) e respetiva estatística descritiva.

4.2.3.1.1. Variáveis dependentes

O principal objetivo deste estudo passa por explicar se existe uma deterioração significativa da performance das empresas após finalização de um processo de F&A. Deste modo, as variáveis dependentes definidas para o estudo e seguindo os trabalhos de Martynova et al. (2006) e Grigorieva e Petrunina (2015) foram o EBITDA/Vendas e o EBITDA/Ativo. Em ambos os indicadores a performance operacional é o EBITDA. A utilização do EBITDA assume-se adequada, uma vez que permite impermeabilizar o indicador de performance de todas as operações de financiamento realizadas, políticas de depreciação definidas, bem como do impacto fiscal (Martynova et al. 2006; Grigorieva e Petrunina 2015; Healy et al. 1992). Deflacionando o EBITDA pelas vendas da empresa e pelo seu ativo será possível a comparabilidade entre as várias empresas e a obtenção de dois indicadores distintos, o primeiro ponderado pelo volume de atividade das empresas (retorno das vendas) e o segundo pela dimensão de cada uma (retorno do ativo).

A opção pela utilização de dados com base contabilística também se assume crucial, uma vez que os estudos baseados no retorno das ações refletem o impacto de um conjunto de fatores e não necessariamente o impacto fundamental da operação. Entre esses fatores que poderão desvirtuar o impacto fundamental estão a antecipação da F&A e as variações de preço que ocorrem no momento do anúncio (Guest et al. 2010).

Ainda assim, os indicadores acima definidos apenas contemplam fatores evolutivos específicos de cada empresa, excluindo a tendência da indústria (Healy et al. 1992). Por este motivo, os indicadores serão ajustados pela tendência da indústria. O procedimento para definição do “benchmark” passou pela extração da base de dados Orbis da

totalidade das empresas dos quatro países em estudo e identificação da mediana de cada indústria.

Na

Tabela 4 segue uma estatística descritiva das variáveis dependentes ajustadas pela mediana das indústrias, enquanto na

Tabela 5 é possível ver a estatística descritiva das variáveis não ajustadas. A influência de um pequeno grupo de empresas de maior dimensão poderá indiciar a presença de heteroscedasticidade e existência de “outliers”. Por este motivo, os resultados apresentados resultam de uma revisão dos dados da amostra inicial, excluindo todas as observações consideradas “outliers” da amostra, o que resultou numa transformação da amostra, passando de 377 para 320 observações.

Pela análise das tabelas abaixo, verifica-se que as medianas das diferentes variáveis dependentes são inferiores às respetivas médias. Situação tipicamente detetada em estudos que recorrem à utilização de variáveis contabilísticas (Grigorieva e Petrunina 2015).

À semelhança de Grigorieva e Petrunina (2015), e quando analisado o desvio-padrão da amostra, verifica-se uma maior variabilidade do indicador de performance EBITDA/Vendas face ao indicador EBITDA/Ativo.

Variável dependente	Nº observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
EBITDA/Ativo ajustado						
EBITDA/Ativo (-3)	191	0,014	0,010	-0,430	0,391	0,097
EBITDA/Ativo (-2)	246	0,012	0,004	-0,343	0,364	0,099
EBITDA/Ativo (-1)	319	0,011	0,000	-0,318	0,522	0,107
EBITDA/Ativo (+1)	320	-0,015	-0,006	-0,591	0,400	0,106
EBITDA/Ativo (+2)	244	-0,010	-0,005	-0,344	0,286	0,085
EBITDA/Ativo (+3)	186	-0,009	-0,004	-0,247	0,250	0,083
EBITDA/Vendas ajustado						
EBITDA/Vendas (-3)	191	0,017	0,027	-1,838	1,284	0,223
EBITDA/Vendas (-2)	246	0,021	0,010	-1,058	0,640	0,158
EBITDA/Vendas (-1)	319	0,018	0,010	-1,020	0,819	0,177
EBITDA/Vendas (+1)	320	-0,001	-0,001	-1,489	2,387	0,256
EBITDA/Vendas (+2)	243	0,004	-0,001	-1,277	0,735	0,183
EBITDA/Vendas (+3)	185	0,006	0,001	-1,272	0,771	0,180

Tabela 4 - Estatística descritiva dos indicadores de performance operacional ajustados pela mediana da indústria

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra.

Variável dependente	Nº observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
EBITDA/Ativo						
EBITDA/Ativo (-3)	191	0,107	0,099	-0,334	0,465	0,093
EBITDA/Ativo (-2)	246	0,100	0,090	-0,235	0,480	0,099
EBITDA/Ativo (-1)	319	0,097	0,085	-0,252	0,610	0,107
EBITDA/Ativo (+1)	320	0,061	0,069	-0,509	0,408	0,103
EBITDA/Ativo (+2)	244	0,066	0,068	-0,273	0,363	0,082
EBITDA/Ativo (+3)	186	0,068	0,066	-0,170	0,272	0,084
EBITDA/Vendas						
EBITDA/Vendas (-3)	191	0,138	0,113	-1,769	1,459	0,214
EBITDA/Vendas (-2)	246	0,124	0,098	-1,065	0,716	0,162
EBITDA/Vendas (-1)	319	0,122	0,090	-0,434	0,932	0,172
EBITDA/Vendas (+1)	320	0,087	0,083	-1,285	0,912	0,209
EBITDA/Vendas (+2)	243	0,101	0,084	-0,695	0,800	0,171
EBITDA/Vendas (+3)	185	0,100	0,088	-0,517	0,833	0,166

Tabela 5 - Estatística descritiva dos indicadores de performance operacional não ajustados

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra.

4.2.3.1.2. Variáveis independentes

Na

Tabela 6 apresenta-se uma estatística descritiva das variáveis explicativas incluídas no modelo. As variáveis foram definidas na secção 3.3.2 com o objetivo de testar as hipóteses em estudo.

Variável independente	Identificação da variável	Explicação	Efeito esperado	Nº observações	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
Transfronteiriço (dummy)	T	Distinção entre processo doméstico e transfronteiriço	(-)	320	0,347	0	1	0,477
Cash (dummy)	C	Fonte de capital utilizada cash	(+)	273	0,590	0	1	0,493
Crise financeira (dummy)	CF	Processo estabelecido em período de crise financeira mundial	(+)	320	0,275	0	1	0,447
Emergente (dummy)	ERE	Economia recetora de IDE emergente	(+)	320	0,919	0	1	0,274
Cotada (dummy)	B	Empresa adquirente cotada	(?)	320	0,838	0	1	0,369
Grau de abertura	GA	Grau de abertura médio da economia recetora de IDE (2007-2013)	(+)	303	1,553	0,248	4,070	1,217
Distância cultural	DC	Distância cultural entre as economias	(+)	297	0,522	0	4,732	1,074

Tabela 6 - Estatística descritiva das variáveis independentes

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra.

Dado que um dos principais aspetos em estudo passa pela avaliação se das F&A's domésticas resulta uma melhor performance operacional do que das F&A's transfronteiriças, a variável *Transfronteiriço* assumir-se-á como uma variável explicativa fundamental no modelo. Trata-se de uma variável dummy, sendo que 1 representa processos transfronteiriços e 0 processos domésticos.

Adicionalmente, foram introduzidas no modelo outras variáveis que procuram identificar que fatores se assumem como determinantes na evolução da performance das empresas.

O impacto da crise financeira nas F&A's, em que 1 identifica processos ocorridos entre 2007 e 2008 e 0 todos os outros períodos. As variáveis dummy *emergente* e *cotada* representam as situações em que a economia recetora de IDE é emergente e se a empresa adquirente é cotada em bolsa, respetivamente. No caso da variável *emergente*, 1 representa que a economia de destino é emergente e 0 desenvolvida. Para a variável *cotada*, 1 identifica uma empresa cotada e 0 não cotada.

Finalmente, foram introduzidas duas outras variáveis, o *grau de abertura da economia* de destino e a *distância cultural*, cujo cálculo e obtenção dos dados se encontram explicitados abaixo.

Os dados estatísticos para construção do indicador do grau de abertura da economia foram extraídos da base de dados UNCTADStat (2016). O cálculo do grau de abertura médio (GA) das economias recetoras de IDE para o período estudado é dado pela *Equação 1*

$$GA_j = \sum_{i=2007;...;2013}^7 \left\{ \frac{(X_{ij} + M_{ij})}{PIB_{ij}} \right\} / 7$$

Equação 1 - Grau de abertura médio da economia recetora de IDE (2007-2013)

em que,

X_{ij} , M_{ij} e PIB_{ij} representam, respetivamente, as exportações, importações e produto interno bruto para o período i no país j . Os valores utilizados estão expressos em milhões de dólares a preços e taxas de câmbio correntes.

Para cálculo da distância cultural recorri ao índice composto construído por Kogut e Singh (1988), baseado nos índices de Hofstede (poder da distância, individualismo, masculinidade e aversão à incerteza). Poder da distância, representa o grau de aceitação que os membros menos poderosos da sociedade possuem face a uma distribuição desigual do poder, sendo que a um maior grau de distância ao poder está associada uma natural aceitação das hierarquias. Ao individualismo está associada uma postura na sociedade em que os indivíduos apenas demonstram incentivo para cuidarem de si próprios e dos seus familiares diretos. A uma cultura marcada predominantemente pela masculinidade está associada uma preferência pela conquista, heroísmo, assertividade e recompensa material pelo sucesso. Por sua vez, uma cultura feminina caracteriza-se por uma preferência pela cooperação, modéstia, cuidado pelo mais fraco e qualidade de vida. Finalmente, a aversão pela incerteza indica o grau de desconforto que os membros da sociedade sentem face à incerteza e à ambiguidade (Hofstede 2016). Na minha análise introduzi duas novas dimensões que decorrem da atualização do próprio índice Hofstede (2016) “orientação para o longo prazo” e “indulgência”.

Sendo que sociedades com menor grau de orientação para longo prazo apresentam uma preferência pela manutenção das tradições e normas, vendo com alguma suspeição as mudanças sociais. Por outro lado, as culturas orientadas para o longo prazo encorajam mudanças na educação moderna como forma de preparação do futuro.

A indulgência está relacionada a uma sociedade que permite a obtenção de forma relativamente gratuita dos fatores relacionados com uma melhor qualidade de vida e diversão.

A *Equação 2* representa a expressão utilizada para o cálculo da distância cultural entre as economias.

$$DCj = \sum_{i=1}^6 \left\{ \frac{(I_{ij} - I_{iu})^2}{V_i} \right\} / 6$$

Equação 2 - Distância cultural entre economia de origem e destino

em que,

I_{ij} representa o índice da dimensão i no país j (economia recetora), I_{iu} representa o índice da dimensão i no país u (economia de origem do IDE), sendo que u poderá representar a

economia da Coreia do Sul, Hong Kong, Singapura ou Taiwan. V_i representa a variância da dimensão i .

A variável dummy “Emergent target” resulta de uma categorização baseada na classificação das economias disponibilizada pelas estatísticas da UNCTAD, conforme é possível consultar no *Anexo 2*.

As restantes variáveis explicativas são variáveis dummy e a sua classificação resulta diretamente da leitura dos dados extraídos da base de dados Zephyr.

A *Tabela 7* apresenta as correlações existentes entre as variáveis independentes. De forma a avaliar a correlação linear existente entre as variáveis explicativas, recorreu-se à estimação dos coeficientes de correlação de Pearson e Spearman. Como seria expectável, regista-se uma forte correlação entre a *distância cultural* e a tipologia de processo realizada (*doméstico vs transfronteiriço*). Existe também uma forte correlação entre a variável *distância cultural* e a variável *emergente*.

	Transfronteiriço (dummy)	Cash (dummy)	Crise financeira (dummy)	Emergente (dummy)	Cotada (dummy)	Grau de abertura	Distância cultural
Transfronteiriço (dummy)		0,270***	0,011	-0,400***	0,007	-0,420***	0,986***
Cash (dummy)	0,270***		-0,198***	-0,128**	0,020	-0,022	0,274***
Crise financeira (dummy)	0,011	-0,198***		-0,101	-0,153**	-0,053	0,023
Emergente (dummy)	-0,396***	-0,128**	-0,101		0,046	0,344***	-0,496***
Cotada (dummy)	0,007	0,020	-0,153**	0,046		0,216***	-0,003
Grau de abertura	-0,201***	0,037	-0,059	0,227***	0,189***		-0,418***
Distância cultural	0,726***	0,221***	0,087	-0,823***	-0,075	-0,193***	

Tabela 7 - Matriz de correlação das variáveis independentes⁷

Fonte: Autoria própria baseada em dados da amostra, com utilização do EViews

⁷ *** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%

As correlações de Pearson e Spearman encontram-se, respetivamente, no triângulo inferior e superior. Os coeficientes acima de 0,70 encontram-se assinalados.

4.2.3.2. Modelo econométrico

Nesta secção serão apresentados os resultados dos testes econométricos realizados e que pretendem, fundamentalmente, responder à questão de investigação da dissertação. Existe uma deterioração da performance operacional das empresas no período pós-fusão?

Adicionalmente, e dadas as variáveis definidas na secção 3.3.2. serão também apresentados os modelos que permitirão testar que determinantes afetam a performance das empresas.

Referir que todos os testes econométricos foram realizados recorrendo ao Eviews 8®, que se trata de um software estatístico e econométrico disponível na Faculdade de Economia do Porto.

De forma a responder à questão de investigação, recorrerei à construção de um modelo de acompanhamento da evolução das variáveis dependentes ajustadas pela mediana da indústria (*change model*).

Para testar o impacto das variáveis na performance pós fusão, recorrerei à estimação de um modelo econométrico de forma a verificar que variáveis se assumem determinantes para a evolução da performance das empresas. O modelo econométrico completo utilizado encontra-se definido na *Equação 3*.

$$PO_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 T_{i,t} + \beta_2 C_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} + \beta_4 ERE_{i,t} + \beta_5 B_{i,t} + \beta_6 GA_{i,t} + \beta_7 DC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Equação 3 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional

Antes de proceder à apresentação dos resultados obtidos, assume-se pertinente remeter algumas notas quanto aos efeitos da dimensão, heteroscedasticidade e à multicolinearidade.

Uma das formas geralmente aceites para mitigar os efeitos da diferença de dimensão das empresas e viabilizar a inferência estatística passa pela divisão da variável principal pelas variáveis que se consideram responsáveis pela existência de heterocedasticidade.

Deste modo, foram utilizados dois deflatores comumente utilizados nos estudos que envolvem variáveis contábilísticas, o ativo e as vendas de cada empresa.

A estimação por OLS exige ainda a ausência de multicolinearidade entre as variáveis, isto é, a existência de uma elevada multicolinearidade entre as variáveis explicativas não permite uma correta identificação dos efeitos de cada uma, impossibilitando ainda uma correta leitura dos coeficientes de correlação (Oliveira, Santos e Fortuna 2011).

A Tabela 7 permite identificar os problemas de multicolinearidade, sendo que para o contexto desta investigação considero pertinente rever situações de colinearidade em que o respetivo coeficiente de correlação linear amostral seja igual ou superior a 0,7.

Deste modo, o isolamento em modelos distintos das variáveis que assumem entre si uma forte correlação permitirá a realização de estimação pelo modelo OLS.

4.3. Resultados empíricos

4.3.1. Evolução da performance operacional

Segundo o referido no trabalho de Narayan e Thenmozhi (2014), seria expectável a obtenção de sinergias resultantes de um processo de F&A. É perante a existência de sinergias que se espera que as mesmas se reflitam através de uma melhoria da eficiência e performance operacional. No entanto, é com relativa facilidade que se identificam conclusões evidentemente contraditórias e é neste sentido que o presente trabalho contribui com novas evidências empíricas face à literatura existente.

Assim, de forma a testar a *Hipótese 1* definida, recorri ao cálculo da diferença entre as medianas da performance nos períodos pós e pré fusão. Dado que a média se assume como uma variável fortemente influenciada pela amplitude e variabilidade das observações da amostra, optei pela utilização da mediana.

A *Tabela 8* reporta os resultados obtidos sobre a significância estatística da diferença entre as medianas. Foram realizados testes de diferença da mediana usando o teste não paramétrico de Wilcoxon. Embora a hipótese a testar introduzida sugira uma deterioração da performance, a disparidade de conclusões dos estudos tomados por referência não me permite definir com fiabilidade uma tendência de performance a testar. Deste modo, considero que o mais razoável será realizar um teste bilateral.

Verifica-se que todas as diferenças calculadas são estatisticamente significativas para o nível de significância de 1%, exceto para as diferenças ajustadas no indicador EBITDA/Vendas para os períodos [-3;+3], [-2;+2] e [-1;+1].

Analisando os resultados obtidos para as variáveis EBITDA/Ativo e EBITDA/Vendas não ajustadas pela indústria, regista-se uma evolução de 9,9% para 6,6% em -3 e 11,3% para 8,8% em +3. Através da comparação da mediana dos três períodos pós processo com os três períodos pré processo, verifica-se uma diminuição de 2,5% para o indicador EBITDA/Ativo e 1,8% para o indicador EBITDA/Vendas. Podendo afirmar-se com um nível de confiança de 99%, que existe uma deterioração da performance das empresas.

Recorrendo à análise dos indicadores ajustados pela performance das respetivas indústrias verifica-se igualmente uma deterioração da performance das empresas analisadas. Embora a deterioração não se apresente tão exacerbada, verifica-se uma

diminuição de 0,9% para ambos os indicadores (com um nível de significância de 1%). Esta evolução poderá indicar que a deterioração na performance das empresas poderá estar associada a movimentos das próprias indústrias. Em suma, dada a significância estatística dos indicadores apresentados não rejeitamos a *hipótese 1* sobre a possível deterioração da performance das empresas após o envolvimento num processo de F&A.

Os resultados apresentados corroboram as conclusões obtidas em alguns trabalhos de referência sobre o impacto dos processos de F&A na performance das empresas (como são exemplo os trabalhos de Martynova et al. (2006), Grigorieva e Petrunina (2015), Rao-Nicholson et al. (2015) e Narayan e Thenmozhi (2014). Também no estudo realizado por Akben-Selcuk e Altiok-Yilmaz (2011), suportado na análise das variáveis rentabilidade sobre o ativo e rentabilidade sobre as vendas concluíram que a performance pós-F&A é significativamente inferior à performance pré-F&A. Tripathi e Lamba (2015), focando a sua análise em indicadores de rentabilidade, liquidez e solvabilidade, mostraram existir evidência de uma quebra nos indicadores utilizados no período posterior à conclusão do processo.

Já Bertrand e Betschinger (2012) referem no seu trabalho que, na melhor das hipóteses, os processos de F&A não destroem valor, no entanto nunca se assumem como promotores para criação de valor nas empresas.

Por sua vez, os resultados obtidos contradizem claramente as conclusões mais otimistas sobre a existência de uma melhoria na performance das empresas (Manson et al. 2000, Healy et al. 1992, Powell e Stark 2005, Rahman e Limmack 2004, Rani, Surendra e Jain 2015 e Qing e Qiu 2013).

	EBITDA/Ativo (%)	EBITDA/Vendas (%)
Medianas não ajustadas		
-3	9,9	11,3
-2	9,0	9,8
-1	8,5	9,0
+1	6,9	8,3
+2	6,8	8,4
+3	6,6	8,8
Medianas ajustadas		
-3	1,0	2,7
-2	0,4	1,0
-1	0,0	1,0
+1	-0,6	-0,01
+2	-0,5	-0,01
+3	-0,4	0,01
Diferenças nas medianas não ajustadas		
-3+3	-2,8***	-2,0***
-2+2	-2,8***	-1,4***
-1+1	-2,0***	-0,8***
Mediana [+1;+2;+3] Mediana [-1;-2;-3]	-2,5***	-1,8***
Diferenças nas medianas ajustadas		
-3+3	-0,9**	-0,8
-2+2	-1,1***	-0,8**
-1+1	-1,0***	-0,5*
Mediana [+1;+2;+3] Mediana [-1;-2;-3]	-0,9***	-0,9***

Tabela 8 - Resultados empíricos sobre a evolução da performance operacional⁸

⁸ Os valores apresentados foram calculados para cada ano (-3,-2;-1;1;2;3) relativamente ao ano da conclusão do processo de F&A. A diferença entre a mediana para os intervalos (-3,-2,-1) e (1,2,3) também foi calculada e apresentada na tabela acima.

A significância estatística das diferenças foi testada através do método Wilcoxon signed rank.*** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

A distinção entre processos transfronteiriços e domésticos é também um importante aspecto no âmbito da minha investigação. Por este motivo, procedi ao alargamento do trabalho realizado e recalculei os indicadores procedendo a uma subdivisão da amostra inicial entre processos domésticos e transfronteiriços, com o objetivo de concluir sobre que tipologia de processo apresenta melhores resultados. Recorrendo novamente ao teste de Wilcoxon signed rank, é possível aferir que as diferenças das medianas entre o período pós e pré são estatisticamente significativas, para um nível de significância de 1% ou 5%.

Os resultados obtidos demonstram que em ambos os indicadores, quer sejam ajustados ou não pela tendência da indústria, existe uma diminuição de performance mais evidente nos processos transfronteiriços. A única exceção ocorre para o indicador EBITDA/Ativo, quando o indicador é ajustado pela indústria.

Para o indicador EBITDA/Ativo não ajustado verifica-se uma diminuição da performance em cerca de 3,2% para os processos transfronteiriços e cerca de 2,1% para os processos domésticos. No que diz respeito ao indicador EBITDA/Vendas não ajustado pela indústria, existe uma deterioração da performance de 2,3% para os processos transfronteiriços e de 1,1% para os domésticos. Ajustando o indicador pela mediana da indústria, os processos transfronteiriços sofrem uma deterioração de cerca de 1,4% e de apenas 0,8% para os processos domésticos.

Efetivamente o indicador EBITDA/Ativo ajustado não acompanha a tendência identificada, uma vez que os processos domésticos apresentam uma evolução mais negativa quando comparados com processos transfronteiriços (-1,0% vs -0,8%).

	EBITDA/Ativo (%)		EBITDA/Vendas (%)	
	Transfronteiriço	Doméstico	Transfronteiriço	Doméstico
Medianas não ajustadas				
-3	10,5	9,4	12,2	10,6
-2	10,0	7,8	10,7	8,7
-1	9,7	7,8	10,5	8,3
+1	7,5	6,4	9,0	6,6
+2	7,7	6,3	9,7	6,4
+3	7,1	6,4	9,4	6,9
Medianas ajustadas				
-3	1,8	0,4	2,3	3,0
-2	1,4	-0,3	1,4	0,6
-1	0,7	-0,3	1,4	0,6
+1	0,4	-1,0	0,5	-0,3
+2	0,0	-1,4	1,0	-0,8
+3	0,1	-0,7	1,0	-0,3
Diferenças nas medianas não ajustadas				
-3+3	-2,5***	-5,5***	-2,0	-2,4**
-2+2	-3,3***	-2,8***	-2,4***	-0,8
-1+1	-2,4***	-1,8***	-1,3**	-0,6**
Mediana [+1;+2;+3]	-3,2***	-2,1***	-2,3***	-1,1***
Mediana [-1;-2;-3]				
Diferenças nas medianas ajustadas				
-3+3	-0,7	-2,5	-0,8	-1,2
-2+2	-1,1**	-1,0**	-0,9*	-0,2
-1+1	-1,3**	-1,0***	-1,2	-0,2
Mediana [+1;+2;+3]	-0,8***	-1,0***	-1,4**	-0,8**
Mediana [-1;-2;-3]				

Tabela 9 - Resultados empíricos sobre a evolução da performance operacional por modo de expansão geográfica⁹

⁹ Os valores apresentados foram calculados para cada ano (-3,-2;-1;1;2;3) relativamente ao ano da conclusão do processo de F&A. A diferença entre a mediana para os intervalos (-3,-2,-1) e (1,2,3) também foi calculada e apresentada na tabela acima.

A significância estatística das diferenças foi testada através do método Wilcoxon signed rank.

*** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

4.3.2. Teste de robustez - determinantes da performance operacional

De forma a avaliar quais os determinantes para a evolução da performance das empresas após o processo de F&A foi estimado o modelo expresso na Equação 4.

Referir que para cada variável dependente foram estimados três modelos distintos. O modelo (I) representa a comparação entre a performance das empresas entre o período +2 e o período -2. O modelo (II) compara a performance entre o ano imediatamente a seguir e antes à realização do processo e finalmente o modelo (III) estabelece uma comparação entre a mediana da performance do período [-3;-2;-1] e [+1;+2;+3].

Segundo os resultados apresentados na *Tabela 10* é possível verificar que o termo independente da equação é negativo e estatisticamente significativo em quase todas as regressões. O termo independente indica que independentemente da evolução das outras variáveis, a performance ex-post das empresas tende a ser negativa. Este resultado corrobora a evidência já referida em 4.3.1 de que para o grupo de empresas analisadas a performance após fusão se deteriora.

A variável performance pré F&A apresenta um coeficiente positivo e com um nível de significância de 1% para todas as regressões. Como esperado, demonstra-se que as empresas com melhor performance nos períodos que antecedem um processo de F&A se mostram melhor preparadas para manterem essa performance. Evidência semelhante à verificada no estudo de Powell e Stark (2005). A evidência da existência de uma forte correlação entre a performance pré e pós F&A também identificada no estudo realizado por Narayan e Thenmozhi (2014).

A variável cash assume-se estatisticamente significativa em 50% das regressões, verificando-se que o coeficiente é sempre positivo, o que contradiz as conclusões obtidas por Grigorieva e Petrunina (2015). Por outro lado, a evidência empírica obtida corrobora as conclusões de Narayan e Thenmozhi (2014), que demonstraram existir evidência de que os acionistas da empresa “target” preferem cash em vez de ações da empresa adquirente como forma de pagamento.

Sobre a variável crise financeira apenas se poderá supor que a existir uma influência direta sobre a performance ex-post, esta seja negativa. A variável apenas assume um nível de significância de 10% para o indicador EBITDA/Ativo ajustado nas regressões (I) e (II). Segundo Tripathi e Lamba (2015) a crise financeira contribui para a existência

de desempenhos inferiores, referindo que empresas que realizaram operações de F&A em períodos de crise registaram quebras mais significativas ao nível da rentabilidade e liquidez. Defendem ainda que em alguma medida as vendas das empresas são afetadas em períodos de crise devido a uma diminuição do nível de confiança dos consumidores.

Por sua vez, pode-se constatar que o facto de se tratar de uma empresa cotada afeta muito positivamente o que é a performance futura das empresas. Sem exceção, a variável apresenta um nível de significância de 1%, sendo o coeficiente sempre positivo. Este resultado poderá indicar que as empresas alvo de um maior escrutínio público adquirem uma pressão adicional para o sucesso das suas operações e que consequentemente estejam menos direcionadas para realizar investimentos mais incertos.

Relativamente à variável grau de abertura da economia target não foi possível verificar a existência de significância estatística nas regressões calculadas. No entanto, e dada a consistência verificada ao nível da direção dos coeficientes estimados poder-se-á dizer que a existir um efeito, esse será negativo. O maior grau de abertura das economias associado a uma maior facilidade de acesso aos mercados poderá conduzir a decisões mais reativas por parte dos gestores no que diz respeito à idealização e concretização dos negócios, originando performances mais fracas no curto prazo.

Em suma, as regressões sobre o modelo indicam-nos que a performance das empresas após fusão tende a deteriorar-se face à sua performance histórica. Isto permite refutar as conclusões obtidas através do modelo evolutivo da performance utilizado em 4.3.1. Os resultados obtidos estão em linha com as conclusões obtidas por Martynova et al. (2006), Grigorieva e Petrunina (2015) e Rao-Nicholson et al. (2015), refutando as conclusões sobre uma possível melhoria de performance de Manson et al. (2000), Healy et al. (1992), Powell e Stark (2005), Rahman e Limmack (2004) e Rani et al. (2015).

$$PO_{ex-post_{i,t}} = \alpha_i + \beta_1 PO_{ex-ante_{i,t}} + \beta_2 C_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} + \beta_4 B_{i,t} + \beta_5 GA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Equação 4 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional

Variável dependente		EBITDA/Ativo (%)			EBITDA/Ativo ajustado (%)			EBITDA/Vendas (%)			EBITDA/Vendas ajustado (%)		
Variável independente	Sigla	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)
Termo independente		-0,028	-0,046**	-0,045***	-0,069**	-0,094***	-0,084***	-0,088**	-0,134***	-0,135***	-0,104**	-0,159***	-0,146**
		[0,022]	[0,019]	[0,017]	[0,022]	[0,019]	[0,016]	[0,046]	[0,037]	[0,034]	[0,051]	[0,048]	[0,047]
		(0,201)	(0,015)	(0,007)	(0,002)	(0,000)	(0,000)	(0,054)	(0,000)	(0,000)	(0,044)	(0,001)	(0,002)
Performance pré-F&A		0,259***	0,397***	0,409***	0,285***	0,383***	0,436***	0,363***	0,550***	0,602***	0,380***	0,580***	0,705***
		[0,063]	[0,055]	[0,056]	[0,066]	[0,055]	[0,057]	[0,085]	[0,069]	[0,072]	[0,105]	[0,088]	[0,095]
		(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
Cash	C	0,014	0,029**	0,017	0,012	0,036***	0,019*	0,055*	0,043*	0,029	0,052	0,054*	0,034
		[0,014]	[0,012]	[0,011]	[0,014]	[0,012]	[0,011]	[0,028]	[0,025]	[0,023]	[0,032]	[0,032]	[0,031]
		(0,316)	(0,020)	(0,133)	(0,392)	(0,004)	(0,080)	(0,057)	(0,083)	(0,213)	(0,112)	(0,096)	(0,284)
Crise financeira	CF	-0,001	-0,018	-0,001	-0,033*	-0,026*	-0,019	0,002	0,001	0,026	-0,015	-0,012	0,007
		[0,017]	[0,014]	[0,012]	[0,018]	[0,014]	[0,012]	[0,036]	[0,028]	[0,026]	[0,041]	[0,036]	[0,035]
		(0,965)	(0,190)	(0,933)	(0,061)	(0,066)	(0,129)	(0,951)	(0,958)	(0,304)	(0,723)	(0,730)	(0,832)
Cotada	B	0,068***	0,072***	0,069***	0,057***	0,075***	0,070***	0,112***	0,148***	0,140***	0,086*	0,155***	0,148***
		[0,020]	[0,017]	[0,015]	[0,020]	[0,017]	[0,015]	[0,041]	[0,033]	[0,031]	[0,047]	[0,043]	[0,042]
		(0,001)	(0,000)	(0,000)	(0,004)	(0,000)	(0,000)	(0,007)	(0,000)	(0,000)	(0,067)	(0,000)	(0,001)
Grau de abertura	GA	-0,002	-0,005	-0,005	-0,001	-0,004	-0,004	0,006	-0,001	-0,002	-0,006	-0,009	-0,014
		[0,005]	[0,005]	[0,004]	[0,005]	[0,005]	[0,004]	[0,010]	[0,010]	[0,009]	[0,012]	[0,013]	[0,012]
		(0,692)	(0,332)	(0,269)	(0,904)	(0,400)	(0,395)	(0,550)	(0,933)	(0,789)	(0,640)	(0,493)	(0,256)
R ²		0,200	0,250	0,250	0,215	0,256	0,282	0,202	0,294	0,305	0,131	0,210	0,230
Observações		141	257	258	141	257	258	141	257	258	141	257	258

Tabela 10 - Regressão para identificação dos determinantes da performance operacional pós processo de F&A¹⁰

¹⁰ (I) Regressão que compara a medida de performance do período (+2) com o período (-2); (II) Regressão que compara a medida de performance do período (+1) com o período (-1); (III) Regressão que compara a medida de performance do período [+1;+2;+3] com o período [-3;-2;-1]. *** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

4.3.3. Determinantes da performance operacional – Distância cultural

Com o objetivo de testar se a distância cultural entre as economias afetam negativa ou positivamente a performance da empresa adquirente, foi incluído no modelo a variável (DC).

Referir que dada a forte correlação verificada entre as variáveis distância cultural, transfronteiriço e emergente, a primeira foi incorporada num modelo distinto das restantes para que as conclusões não fossem enviesadas por correlação entre as variáveis explicativas. O modelo utilizado é dado pela *Equação 5*.

Para todas as variáveis dependentes, exceto EBITDA/Vendas é possível verificar que os coeficientes da variável são positivos, embora não apresentem significância estatística. No entanto, e dada a consistência obtida nos estimadores podemos aferir que na possibilidade da existência de um efeito da distância cultural entre as economias na performance das empresas esse será positivo.

Morosini, Shane e Singh (1998), concluíram no seu estudo sobre empresas italianas que a distância cultural entre o adquirente e o target afeta positivamente o crescimento das vendas das empresas, num período de dois anos após a fusão. Aybar e Ficici (2009), recorrendo à análise dos índices de Hofstede obtiveram evidência de que quanto maior a distância cultural menor é o impacto da destruição de valor.

A evidência dos resultados obtidos demonstra que para a amostra utilizada a distância cultural também afeta positivamente a performance das empresas no período após processo, o que corrobora os resultados acima apresentados.

$$PO_{ex-post_{i,t}} = \alpha_i + \beta_1 PO_{ex-ante_{i,t}} + \beta_2 C_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} + \beta_4 B_{i,t} + \beta_5 GA_{i,t} + \beta_6 DC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Equação 5 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional (inclusão distância cultural)

Variável dependente		EBITDA/Ativo (%)			EBITDA/Ativo ajustado (%)			EBITDA/Vendas (%)			EBITDA/Vendas ajustado (%)		
Variável independente	Sigla	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)
Termo independente		-0,033	-0,047**	-0,046***	-0,073***	-0,097***	-0,086***	-0,108**	-0,147***	-0,148***	-0,118**	-0,177***	-0,163***
		[0,023]	[0,019]	[0,017]	[0,023]	[0,019]	[0,017]	[0,045]	[0,037]	[0,034]	[0,052]	[0,049]	[0,047]
		(0,148)	(0,015)	(0,007)	(0,001)	(0,000)	(0,000)	(0,019)	(0,000)	(0,000)	(0,024)	(0,000)	(0,001)
Performance pré-F&A		0,276***	0,394***	0,411***	0,303***	0,378***	0,437***	0,406***	0,544***	0,607***	0,399***	0,572***	0,702***
		[0,063]	[0,055]	[0,057]	[0,067]	[0,056]	[0,057]	[0,084]	[0,069]	[0,071]	[0,102]	[0,088]	[0,095]
		(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
Cash	C	0,012	0,027**	0,016	0,011	0,034***	0,018	0,057**	0,042	0,029	0,059*	0,045	0,026
		[0,014]	[0,013]	[0,011]	[0,014]	[0,013]	[0,012]	[0,028]	[0,026]	[0,023]	[0,032]	[0,034]	[0,032]
		(0,386)	(0,035)	(0,166)	(0,459)	(0,010)	(0,122)	(0,044)	(0,104)	(0,226)	(0,073)	(0,184)	(0,429)
Crise financeira	CF	-0,004	-0,019	-0,002	-0,036**	-0,027*	-0,020	0,007	0,004	0,028	-0,012	-0,017	0,003
		[0,017]	[0,014]	[0,012]	[0,018]	[0,014]	[0,012]	[0,036]	[0,028]	[0,025]	[0,041]	[0,037]	[0,035]
		(0,832)	(0,172)	(0,849)	(0,046)	(0,059)	(0,105)	(0,854)	(0,894)	(0,265)	(0,763)	(0,645)	(0,942)
Cotada	B	0,071***	0,073***	0,071***	0,061***	0,076***	0,073***	0,130**	0,162***	0,155***	0,100**	0,168***	0,160***
		[0,020]	[0,017]	[0,015]	[0,020]	[0,017]	[0,015]	[0,041]	[0,033]	[0,031]	[0,047]	[0,044]	[0,042]
		(0,001)	(0,000)	(0,000)	(0,003)	(0,000)	(0,000)	(0,002)	(0,000)	(0,000)	(0,034)	(0,000)	(0,000)
Grau de abertura	GA	-0,001	-0,004	-0,005	0,001	-0,003	-0,003	0,007	0,000	-0,002	-0,004	-0,005	-0,010
		[0,005]	[0,005]	[0,004]	[0,005]	[0,005]	[0,004]	[0,010]	[0,010]	[0,009]	[0,012]	[0,013]	[0,013]
		(0,809)	(0,405)	(0,300)	(0,919)	(0,532)	(0,489)	(0,489)	(0,984)	(0,830)	(0,734)	(0,7226)	(0,415)
Distância cultural	DC	0,004	0,002	0,001	0,005	0,005	0,004	-0,007	-0,001	-0,003	-0,007	0,021	0,019
		[0,008]	[0,007]	[0,006]	[0,008]	[0,007]	[0,006]	[0,016]	[0,014]	[0,013]	[0,018]	[0,018]	[0,018]
		(0,651)	(0,737)	(0,839)	(0,501)	(0,491)	(0,540)	(0,647)	(0,963)	(0,844)	(0,707)	(0,263)	(0,275)
R²		0,223	0,251	0,257	0,237	0,258	0,289	0,254	0,307	0,325	0,160	0,220	0,243
Observações		137	252	253	137	252	253	137	252	253	137	252	253

Tabela 11 - Regressão para identificação dos determinantes da performance operacional pós processo de F&A, com inclusão da distância cultural¹¹

¹¹ (I) Regressão que compara a medida de performance do período (+2) com o período (-2); (II) Regressão que compara a medida de performance do período (+1) com o período (-1); (III) Regressão que compara a medida de performance do período [+1;+2;+3] com o período [-3;-2;-1].

*** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

4.3.3. Determinantes da performance operacional – Transfronteiriço

A *Equação 6* explicita o modelo seguido para avaliação do impacto tipologia de processo e do nível de desenvolvimento da economia recetora sobre a performance das empresas. A Tabela 12 resume os resultados obtidos de cada uma das regressões. Estas variáveis são incluídas num modelo distinto, dada a correlação de ambas com a variável distância cultural.

No que diz respeito ao impacto da tipologia de processo realizada, é possível verificar que em todas as regressões, exceto para a regressão (II) para a variável dependente EBITDA/Vendas, o coeficiente associado é negativo, embora não se verifique a existência de significância estatística.

Estes resultados confirmam a evidência obtida por Grigorieva e Petrunina (2015) de que os processos de F&A transfronteiriços apresentam melhor performance. Os resultados apresentados divergem significativamente de estudos como os realizados por Martynova et al. (2006) e Gugler et al. (2003) que mostraram não existir evidência de uma performance distinta entre as duas tipologias de processos.

Relativamente à variável emergente, Aybar e Ficici (2009) no seu estudo referem que o nível de desenvolvimento da economia "target" é um determinante fundamental para que seja possível o aproveitamento dos benefícios resultantes de uma expansão transfronteiriça. Concluindo que nos investimentos em economias emergentes os adquirentes enfrentam um trade-off entre o aproveitamento das imperfeições de mercado e os custos excessivos da incerteza e da intervenção governamental.

Porém, os resultados obtidos para os coeficientes das diferentes regressões são muito díspares. Inclusive, os resultados obtidos não são estatisticamente significativos, pelo que considerámos inconclusivo o efeito do nível de desenvolvimento da economia recetora de IDE na performance das empresas.

$$PO_{ex-post_{i,t}} = \alpha_i + \beta_1 PO_{ex-ante_{i,t}} + \beta_2 C_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} + \beta_4 B_{i,t} + \beta_5 GA_{i,t} + \beta_6 T_{i,t} + \beta_7 ERE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Equação 6 - Modelo econométrico para identificação dos determinantes na performance operacional (inclusão transfronteiriço e emergente)

Variável dependente		EBITDA/Ativo (%)			EBITDA/Ativo ajustado (%)			EBITDA/Vendas (%)			EBITDA/Vendas ajustado (%)		
Variável independente	Sigla	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)	(I)	(II)	(III)
Termo independente		-0,037	-0,041	-0,044	-0,072**	-0,068**	-0,061**	-0,078	-0,131**	-0,125**	-0,076	0,016	0,028
		[0,036]	[0,033]	[0,029]	[0,037]	[0,033]	[0,029]	[0,076]	[0,066]	[0,061]	[0,086]	[0,086]	[0,083]
		(,0,315)	(0,214)	(0,141)	(0,051)	(0,043)	(0,040)	(0,304)	(0,050)	(0,044)	(0,379)	(0,852)	(0,763)
Performance pré-F&A		0,267***	0,397***	0,415	0,291***	0,379***	0,437***	0,375***	0,549***	0,607***	0,379***	0,562***	0,684***
		[0,064]	[0,055]	[0,057]	[0,067]	[0,056]	[0,057]	[0,085]	[0,070]	[0,072]	[0,105]	[0,087]	[0,094]
		(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,001)	(0,000)	(0,000)
Cash	C	0,017	0,029**	0,019	0,014	0,035***	0,021*	0,065**	0,043	0,033	0,065*	0,050	0,033
		[0,014]	[0,013]	[0,011]	[0,014]	[0,013]	[0,011]	[0,029]	[0,026]	[0,024]	[0,034]	[0,034]	[0,033]
		(0,226)	(0,027)	(0,105)	(0,329)	(0,007)	(0,071)	(0,028)	(0,101)	(0,175)	(0,056)	(0,136)	(0,306)
Crise financeira	CF	0,000	-0,018	-0,001	-0,033	-0,027*	-0,019	0,003	0,001	0,027	-0,015	-0,020	-0,000
		[0,017]	[0,014]	[0,012]	[0,018]	[0,014]	[0,012]	[0,037]	[0,028]	[0,026]	[0,042]	[0,036]	[0,035]
		(0,993)	(0,189)	(0,950)	(0,069)	(0,056)	(0,118)	(0,936)	(0,965)	(0,301)	(0,716)	(0,571)	(0,997)
Cotada	B	0,069***	0,072***	0,069***	0,058***	0,074***	0,071***	0,116***	0,148***	0,141***	0,092**	0,153***	0,146***
		[0,020]	[0,017]	[0,015]	[0,020]	[0,017]	[0,015]	[0,041]	[0,033]	[0,031]	[0,047]	[0,043]	[0,042]
		(0,001)	(0,000)	(0,000)	(0,004)	(0,000)	(0,000)	(0,006)	(0,000)	(0,000)	(0,052)	(0,000)	(0,001)
Grau de abertura	GA	-0,004	-0,005	-0,006	-0,002	-0,003	-0,004	0,002	-0,001	-0,004	-0,010	-0,002	-0,009
		[0,005]	[0,005]	[0,005]	[0,005]	[0,005]	[0,005]	[0,011]	[0,011]	[0,010]	[0,012]	[0,013]	[0,013]
		(0,485)	(0,371)	(0,224)	(0,755)	(0,551)	(0,435)	(0,845)	(0,957)	(0,706)	(0,419)	(0,863)	(0,497)
Transfronteiriço	T	-0,013	-0,001	-0,009	-0,009	-0,003	-0,011	-0,044	0,001	-0,018	-0,054	-0,028	-0,039
		[0,016]	[0,015]	[0,014]	[0,016]	[0,015]	[0,014]	[0,0333]	[0,030]	[0,028]	[0,037]	[0,039]	[0,038]
		(0,405)	(0,965)	(0,523)	(0,594)	(0,866)	(0,415)	(0,183)	(0,967)	(0,530)	(0,151)	(0,482)	(0,309)
Emergente	ERE	0,012	-0,004	-4,82 ^{e-05}	0,007	-0,027	-0,023	-0,001	-0,003	-0,008	-0,016	-0,183***	-0,179***
		[0,030]	[0,028]	[0,025]	[0,031]	[0,028]	[0,025]	[0,064]	[0,056]	[0,052]	[0,073]	[0,073]	[0,071]
		(0,689)	(0,877)	(0,999)	(0,831)	(0,338)	(0,366)	(0,992)	(0,954)	(0,882)	(0,823)	(0,013)	(0,012)
R ²		0,207	0,250	0,252	0,217	0,259	0,285	0,214	0,294	0,306	0,144	0,229	0,249
Observações		141	257	258	141	257	258	141	257	258	141	257	258

Tabela 12 - Regressão para identificação dos determinantes da performance operacional pós processo de F&A, com inclusão das variáveis “Transfronteiriço” e “Emergente”¹²

¹² (I) Regressão que compara a medida de performance do período (+2) com o período (-2); (II) Regressão que compara a medida de performance do período (+1) com o período (-1); (III) Regressão que compara a medida de performance do período [+1;+2;+3] com o período [-3;-2;-1].

*** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

5. Limitações do estudo e oportunidades de investigação futura

Embora a amostra utilizada no estudo supere claramente a dimensão média das amostras utilizadas nos estudos de referência, considero que a utilização de uma amostra mais extensa será uma oportunidade de melhoria na inferência estatística obtida. Considero que através da extensão da amostra seria possível a produção de resultados individualizados por país e por indústria, que proporcionariam a obtenção de resultados mais direcionados.

As bases de dados Zephyr e Orbis sofrem de limitações intrinsecamente associadas a todo o tipo de base de dados. No entanto estas bases de dados são disponibilizadas por uma entidade de referência na publicação de dados financeiros de empresas privadas (Bureau Van Dijk), caracterizada pelo rigor da informação publicada. Contudo, nada invalida que a utilização de variáveis contabilísticas esteja sujeita à influência direta de decisões implementadas pelas equipas de gestão.

Ao nível da variável dependente utilizada, é possível ainda realizar alguns ajustamentos que permitiriam atingir um indicador ainda mais completo do nível de “cash-flow” de cada empresa. Por exemplo, através da incorporação do efeito do fundo de maneoio, o que se concretizaria através do ajustamento o EBITDA pelo “working capital” de cada empresa.

Algumas limitações identificadas nesta secção são passíveis de correção e deste modo podem ser vistas, seguramente, como oportunidades de melhoria futuras.

6. Conclusão e contributos da investigação

A questão de investigação deste trabalho focou-se na identificação de uma melhoria ou deterioração da performance das empresas após a realização de um processo de fusão e aquisição.

Como ponto de partida e com objetivo de obter um enquadramento genérico sobre as características base dos processos de internacionalização e os seus fatores determinantes revisei um conjunto de teorias da organização industrial e da gestão internacional (teoria do ciclo de vida do produto, teoria da reação oligopolística, modelo de Uppsala, teoria da internalização, “resource-based view” e paradigma eclético). Posteriormente, realizei uma revisão de literatura focalizada no estudo da evolução da performance das empresas envolvidas em processos de F&A, sendo que, dos estudos analisados não foi possível identificar uma tendência clara da evolução de performance das empresas. Neste sentido, a minha dissertação adquiriu o propósito de proporcionar um novo contributo para o estudo da temática da performance das empresas envolvidas em processos de F&A.

Deste modo, recorrendo a uma amostra de 320 empresas para o período de 2007 a 2013, analisei qual a evolução da performance das empresas após a conclusão da F&A. A evidência empírica obtida oferece uma importante e estatisticamente significativa conclusão para a existência de uma deterioração da performance das empresas. Quer para o indicador EBITDA/Ativo, quer para o indicador EBITDA/Vendas os resultados são estatisticamente significativos. Através dos testes de robustez realizados foi possível confirmar que efetivamente existe uma tendência para a existência de uma pior performance das empresas após processo de F&A.

Os modelos de regressão linear estimados permitiram ainda aferir sobre a influência de algumas variáveis independentes sobre a performance das empresas. As principais conclusões obtidas demonstram que a performance histórica das empresas, a presença em bolsa e a concretização da operação através de cash apresentam um impacto significativamente positivo na performance futura.

Adicionalmente, nos testes de robustez realizados foram incorporadas variáveis relacionadas com a economia e gestão internacional. Embora não tenha sido

identificada a existência de significância estatística para os coeficientes das variáveis foi possível identificar tendências bem definidas. Verificou-se que o grau de abertura da economia recetora do investimento e os processos transfronteiriços apresentam um impacto negativo na performance. Por sua vez, a distância cultural entre as economias influencia positivamente a performance das empresas.

Dada a divergência dos resultados obtidos em estudos anteriores, a minha investigação contribuí com a produção de novos resultados na vertente do estudo da performance das empresas. Considero ainda que a utilização cumulativa de variáveis de índole financeira e variáveis associadas à gestão internacional é um fator distintivo do estudo.

7. Referências

- Akben-Selcuk, E. e Altioek-Yilmaz, A., 2011. "The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance : Evidence from Turkey." *Business and Economics Journal*, 2011(22), pp.1–8.
- Aybar, B. e Ficici, A., 2009. "Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals." *Journal of International Business Studies*, 40(8), pp.1317–1338.
- Barney, J., 1991. "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage." *Journal of Management*, 17(1), pp.99–120.
- Bertrand, O. e Betschinger, M.A., 2012. "Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers." *Journal of Comparative Economics*, 40(3), pp.413–437.
- Buckley, P.J. e Casson, M., 1991. *"The Future of the Multinational Enterprise"* 2ª Edição., Londres: The Macmillan Press.
- Caiazza, R. e Volpe, T., 2015. "M&A process: a literature review and research agenda." *Business Process Management Journal*, 21(1), pp.205–220.
- Caves, R.E., 1980. "Industrial organization, corporate strategy and structure." *Journal of Economic Literature*, 18(1), pp.64–92.
- Changqi, W. e Ningling, X., 2010. "Determinants of Cross-Border Merger & Acquisition Performance of Chinese Enterprises." *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 2(5), pp.6896–6905.
- Das, D.K., 2005. *"Asian Economy and Finance: A Post-Crisis Perspective"*, Nova Iorque: Springer.
- Dunning, J.H., 2001. "The Key Literature on IB Activities: 1960-2000." In A. M. Rugman e T. L. Brewer, eds. *"The Oxford Handbook of International Business."* Nova Iorque: Oxford University Press, pp. 36–68.
- Dunning, J.H., 1988. *"Trade, Location of Economic Activity and the Multinational Enterprise: A Search for an Eclectic Approach"*, Londres.
- Dunning, J.H. e Lundan, S.M., 2008. *"Multinational Enterprises and the Global Economy"* 2ª Edição., Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Ghosh, A., 2001. "Does operating performance really improve following corporate acquisitions?" *Journal of Corporate Finance*, 7(2), pp.151–178.
- Gill, I. e Kharas, H., 2007. *"An East Asian Renaissance: Ideas For Economic Growth"*, Washington DC: The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank.
- Grigorieva, S. e Petrunina, T., 2015. "The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: new angle." *Journal of Management Control*, 26(4), pp.377–403.
- Guest, P., Bild, M. e Runsten, M., 2010. "The effect of takeovers on the fundamental

- value of acquirers." *Accounting and Business Research*, 40(4), pp.333–352.
- Gugler, K. et al., 2003. "The effects of mergers: An international comparison." *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), pp.625–653.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. e Ruback, R.S., 1992. "Does corporate performance improve after mergers?" *Journal of Financial Economics*, 31(2), pp.135–175.
- Hennart, J.F., 1977. "A Theory of Foreign Direct Investment." University of Maryland.
- Hofstede, 2016. Hofstede - compare countries. Available at: <https://www.geert-hofstede.com/tools.html> [Accessed June 3, 2016].
- Hymer, S., 1968. "La grande "corporation" multinationale." *Revue économique*, 19(6), pp.949–973.
- Johanson, J. e Vahlne, J.-E., 1977. "The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments." *Journal of International Business Studies*, 8(1), pp.23–32.
- Johanson, J. e Wiedersheim-Paul, F., 1975. "The Internationalization of the Firm - Four Swedish Cases." *Journal of Management Studies*, 12(3), pp.305–322.
- Kogut, B. e Singh, H., 1988. "The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode." *Journal of International Business Studies*, 19(3), pp.411–432.
- Kukalis, S., 2007. "Corporate strategy and company performance: The case of post-merger performance." *International Journal of Finance*, 19(3), pp.4475–4494.
- Manson, S. et al., 2000. "Identifying the Sources of Gains From Takeovers." *Accounting Forum*, 24(4), pp.319–343.
- Martynova, M., Oosting, S. e Renneboog, L., 2006. "The long-term operating performance of European mergers and acquisitions." *ECGI Working Paper Series in Finance*, pp.1–44.
- Morosini, P., Shane, S. e Singh, H., 1998. "National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance." *Journal of International Business Studies*, 29(1), pp.137–158.
- Narayan, P.C. e Thenmozhi, M., 2014. "Do cross-border acquisitions involving emerging market firms create value: Impact of deal characteristics." *Management Decision*, 52(8), pp.1451–1473.
- Oliveira, M.M., Santos, L. e Fortuna, N., 2011. "Econometria", Lisboa: Escolar Editora.
- Pawaskar, V., 2001. "Effects of Mergers on Corporate Performance in India." *Vikalpa*, 26(1), pp.19–31.
- Penrose, E.T., 1959. "The Theory of the Growth of the Firm", Oxford: Basil Blackwell.
- Powell, R.G. e Stark, A.W., 2005. "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks." *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), pp.293–317.
- Qing, L. e Qiu, L.D., 2013. "Characteristics of acquirers and targets in domestic and cross-border mergers and acquisitions." *Review of Development Economics*, 17(3),

- pp.474–493.
- Rahman, R.A. e Limmack, R.J., 2004. "Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies." *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(3-4), pp.359–400.
- Rani, N., Surendra, S.Y. e Jain, P.K., 2015. "Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India." *International Journal of Commerce and Management*, 25(4), pp.402–423.
- Rao-Nicholson, R., Salaber, J. e Cao, T.H., 2015. "Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries." *Research in International Business and Finance*, 36, pp.373–387.
- Rossi, S. e Volpin, P.F., 2004. "Cross-country determinants of mergers and acquisitions." *Journal of Financial Economics*, 74(2), pp.277–304.
- Sharma, D.S. e Ho, J., 2002. "The impact of Acquisition on operating performances: Some Australian Evidence." *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(1-2), pp.155–200.
- Song, S.I. et al., 2010. "Performance of cross-border mergers and acquisitions in five East Asian countries." *International Journal of Economics and Management*, 4(1), pp.61–80.
- Tripathi, V. e Lamba, A., 2015. "Does financial performance improve post cross border merger and acquisitions ? : A detailed study of Indian acquirer firms ' financial performance across Target economy ' s development status and Financial Crisis." *Journal of Social Science & Management*, 4(9), pp.325–342.
- UNCTAD, 2011. *Unctad Handbook of Statistics*, Nova Iorque e Genebra.
- UNCTAD, 2005. *World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D*, Genebra.
- UNCTAD, 2015. *World Investment Report: Reforming International Investment Governance*, Genebra.
- UNCTADStat, 2016. UNCTAD. Available at:
http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en [Accessed May 31, 2016].
- Vernon, R., 1966. "International investment and international trade in the product cycle." *The Quarterly Journal of Economics*, 80(2), pp.190–207.
- Wernerfelt, B., 1984. "A Resource-based View of the Firm." *Strategic Management Journal*, 5(2), pp.171–180.

8. Anexos

Estudo	Período, amostra, geografia	Medidas de performance	Deflator	Procedimento de Ajustamento	Avaliação da performance pré-F&A	Metodologia	Conclusão
Economias desenvolvidas							
Healy et al. (1992)	1979-1984; 50 maiores fusões nos EUA	CFO	TMV	Mediana da performance da indústria	Adquirente e target	Change model + Modelo de regressão linear	Aumento do retorno dos cash-flows operacionais após fusão
Manson et al. (2000)	1985-1987; 44 processos de aquisição no Reino Unido	(1) EBITDA - WC ("pure cash-flow") (2) EBITDA	(1) TMV (2) TMV ajustado pela reação do mercado à operação	(1) Mediana da indústria (2) Média da indústria	Adquirente e target	Modelo de regressão linear	Evidência de ganhos operacionais e não operacionais significativos para a amostra selecionada
Ghosh (2001)	1981-1995; 315 F&A nos EUA	CFO	(1) TMV (2) Vendas	Grupo de controlo de empresas da mesma indústria e dimensão	Adquirente e target	Change model + Modelo de regressão linear	Não existe evidência de que as empresas estejam preparadas para aumentarem a sua performance após a aquisição
Sharma e Ho (2002)	1986-1991; estudadas 36 empresas australianas	CFO	(1) Total do ativo (2) Capital da empresa (3) Vendas	Mediana da performance da indústria	Adquirente e target	Change model + Modelo de regressão linear	Não conseguiram concluir pela existência de melhoria significativa da performance das empresas

Estudo	Período, amostra, geografia	Medidas de performance	Deflator	Procedimento de Ajustamento	Avaliação da performance pré-F&A	Metodologia	Conclusão
Powell e Stark (2005)	1985-1993; 191 F&A's por parte de empresas industriais no Reino Unido	(1) EBITDA - WC ("pure cash-flow") (2) EBITDA	(1) TMV (2) TMV ajustado pela reação do mercado à operação (3) BVAssets (4) Vendas	(1) Mediana da performance da indústria (2) Empresas de indústria, dimensão e performance semelhantes (pré-F&A)	Adquirente e target	Change model + Modelo de regressão linear	Identificam uma melhoria significativa ao nível da performance operacional
(Martynova et al. 2006)	1997-2001; 155 processos de F&A intra-europeus	(1) EBITDA (2) EBITDA / WC	(1) BVAssets (2) Vendas	Mediana da performance da indústria	Adquirente e target	Change model + Modelo de regressão linear	A empresa adquirente e target apresentam performances superiores à mediana da indústria antes do processo de F&A. Porém, a rentabilidade combinada após F&A decresce significativamente
Kukalis (2007)	1992-1995; 80 processos F&A para empresas norte-americanas (stock-based)	(1) ROA (2) ROS (3) EBITDA / Net Sales	(n.a.)	Mediana da performance da indústria	Adquirente e target	Change model	Entre a pré-performance combinada da adquirente e da target e a performance pós-fusão não foi detetada diferença estatisticamente significativa

Estudo	Período, amostra, geografia	Medidas de performance	Deflator	Procedimento de Ajustamento	Avaliação da performance pré-F&A	Metodologia	Conclusão
Economias emergentes							
Pawaskar (2001)	1992-1995; analisadas 36 processos de fusão na Índia	ROA (média dos três anos após-fusão)	(n.a.)	Média da indústria	Adquirente e target	Change model + Modelo de regressão linear	Do estudo resulta que a fusão não conduz a um aumento da performance da empresa
Rahman e Limmack (2004)	1988-1992; analisadas 97 empresas na Malásia	EBITDA – WC ("pure cash-flow")	BVAssets	Mediana da performance da indústria	Adquirente e target	Modelo de regressão linear	Os autores revelaram uma melhoria da performance das empresas após a F&A
Changqi e Ningling (2010)	2000-2006; 32 processos de F&A empresas chinesas cotadas	ROA (taxa de crescimento)	(n.a.)	(n.a.)	Adquirente	Modelo de regressão linear	A performance pré-aquisição e a proporção de ações detidas pelo Estado têm um impacto positivo sobre a performance das F&A transfronteiriças das empresas chinesas. Porém, dada a amostra pouco significativa, os resultados não devem ser generalizados

Estudo	Período, amostra, geografia	Medidas de performance	Deflator	Procedimento de Ajustamento	Avaliação da performance pré-F&A	Metodologia	Conclusão
Grigorieva e Petrunina (2015)	2003-2009; 80 processos iniciados por empresas de mercados de capitais emergentes	Accounting based (1) EBITDA (2) EBITDA / WC Value based (1) EP	(1) BVAssets (2) Vendas	Performance da indústria	Adquirente	Change model + Modelo de regressão linear	Para ambos os indicadores, os autores concluíram pela existência de uma deterioração da performance combinada das empresas após F&A. Mostram assim, que as empresas dos mercados emergentes não se encontram preparadas para atingirem as sinergias planeadas
Rao-Nicholson et al. (2015)	2004-2009; 57 F&A's por parte de empresas pertencentes à ASEAN	EBITDA	(1) BVAssets (2) Vendas	Mediana de empresas de indústria e dimensão equiparáveis	Adquirente e target	Change model + Modelo de regressão linear	Recorrendo ao indicador ROA, os autores descobriram que em média existe uma detioração da performance combinada das empresas após a F&A
Rani et al. (2015)	2003-2008; análise de 383 empresas adquirentes cotadas em bolsa na Índia	Rácios de rentabilidade, eficiência, liquidez e dívida	(n.a.)	(n.a.)	Adquirente	Change model	A evidência empírica do estudo revela que as empresas indianas adquirentes experienciam uma melhor performance financeira após a F&A

Anexo 1 - Síntese dos estudos empíricos analisados

Fonte: Autoria própria baseado nos respetivos estudos

Nota: **(TMV)** Total market value ou valor de mercado dos ativos; **(BVAssets)** Book value assets ou valor contabilístico dos ativos; **(ROA)** Return on assets; **(ROS)** Return on sales; **(WC)** Working capital; **(CFO)** Cash-flow operacional, dado por (Sales - Cost of goods sold – Selling and administrative expenses + plus depreciation and goodwill amortization expenses); **(EP)** Economic profit; **(n.a.)** Não aplicável

Economias desenvolvidas

20 Andorra	203 Czech Republic	300 Greece	440 Lithuania	674 San Marino
36 Australia	208 Denmark	304 Greenland	442 Luxembourg	703 Slovakia
40 Austria	233 Estonia	336 Holy See	470 Malta	705 Slovenia
56 Belgium	234 Faeroe Islands	348 Hungary	528 Netherlands	724 Spain
60 Bermuda	246 Finland	352 Iceland	554 New Zealand	752 Sweden
100 Bulgaria	251 France	372 Ireland	579 Norway	757 Switzerland
124 Canada	276 Germany	376 Israel	616 Poland	842 United States
191 Croatia	278 Germany, Democratic Republic	380 Italy	620 Portugal	926 United Kingdom
196 Cyprus	280 Germany, Federal Republic	392 Japan	642 Romania	
200 Czechoslovakia	292 Gibraltar	428 Latvia	666 Saint Pierre and Miquelon	

Economias em desenvolvimento

12 Algeria	188 Costa Rica	400 Jordan	558 Nicaragua	710 South Africa
16 American Samoa	192 Cuba	404 Kenya	562 Niger	716 Zimbabwe
24 Angola	204 Benin	408 Korea, Dem. People's Rep. of	566 Nigeria	720 Yemen, Democratic
28 Antigua and Barbuda	212 Dominica	410 Korea, Republic of	570 Niue	728 South Sudan
32 Argentina	214 Dominican Republic	414 Kuwait	580 Northern Mariana Islands	729 Sudan
44 Bahamas	218 Ecuador	418 Lao People's Dem. Rep.	582 Pacific Islands, Trust Territory	732 Western Sahara
48 Bahrain	222 El Salvador	422 Lebanon	583 Micronesia	736 Sudan (...2011)
50 Bangladesh	226 Equatorial Guinea	426 Lesotho	584 Marshall Islands	740 Suriname
52 Barbados	230 Ethiopia (...1991)	430 Liberia	585 Palau	748 Swaziland

64 Bhutan	231 Ethiopia	434 Libya	586 Pakistan	760 Syrian Arab Republic
68 Bolivia	232 Eritrea	446 Macao	590 Panama, excluding Canal Zone	764 Thailand
72 Botswana	238 Falkland Islands (Malvinas)	450 Madagascar	591 Panama	768 Togo
76 Brazil	242 Fiji	454 Malawi	592 Panama, Canal Zone	772 Tokelau
84 Belize	258 French Polynesia	458 Malaysia	598 Papua New Guinea	776 Tonga
90 Solomon Islands	262 Djibouti	462 Maldives	600 Paraguay	780 Trinidad and Tobago
92 British Virgin Islands	266 Gabon	466 Mali	604 Peru	784 United Arab Emirates
96 Brunei Darussalam	270 Gambia	478 Mauritania	608 Philippines	788 Tunisia
104 Myanmar	275 State of Palestine	480 Mauritius	624 Guinea-Bissau	792 Turkey
108 Burundi	288 Ghana	484 Mexico	626 Timor-Leste	796 Turks and Caicos Islands
116 Cambodia	296 Kiribati	496 Mongolia	634 Qatar	798 Tuvalu
120 Cameroon	308 Grenada	500 Montserrat	646 Rwanda	800 Uganda
132 Cabo Verde	316 Guam	504 Morocco	654 Saint Helena	818 Egypt
136 Cayman Islands	320 Guatemala	508 Mozambique	659 Saint Kitts and Nevis	834 United Republic of Tanzania
140 Central African Republic	324 Guinea	512 Oman	660 Anguilla	854 Burkina Faso
144 Sri Lanka	328 Guyana	516 Namibia	662 Saint Lucia	858 Uruguay
148 Chad	332 Haiti	520 Nauru	670 Saint Vincent and the Grenadines	862 Venezuela (Bolivarian Rep. of)
152 Chile	340 Honduras	524 Nepal	678 Sao Tome and Principe	876 Wallis and Futuna Islands
156 China	344 Hong Kong	530 Netherlands Antilles	682 Saudi Arabia	882 Samoa
158 Taiwan	356 India	531 Curaçao	686 Senegal	886 Yemen, Arab Republic
170 Colombia	360 Indonesia	533 Aruba	690 Seychelles	887 Yemen
174 Comoros	364 Iran	534 Sint Maarten	694 Sierra Leone	894 Zambia

178 Congo	368 Iraq	535 Bonaire, Sint Eustatius and Saba	702 Singapore	960 Indonesia (...2002)
180 Dem. Rep. of the Congo	384 Côte d'Ivoire	540 New Caledonia	704 Viet Nam	
184 Cook Islands	388 Jamaica	548 Vanuatu	706 Somalia	

Economias em transição

31 Azerbaijan	268 Georgia	499 Montenegro	795 Turkmenistan	860 Uzbekistan
51 Armenia	398 Kazakhstan	643 Russian Federation	804 Ukraine	890 Socialist Federal Republic of Yugoslavia
70 Bosnia and Herzegovina	417 Kyrgyzstan	688 Serbia	807 TFYR of Macedonia	891 Serbia and Montenegro
112 Belarus	498 Republic of Moldova	762 Tajikistan	810 Union of Soviet Socialist Republics	

Anexo 2 - Classificação das economias

Fonte: Autoria própria baseado em UNCTAD Stats¹³

¹³ O website foi consultado a 29 de dezembro de 2015, <http://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications.html>